

**T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE ÜLKE YÖNETİŞİM KALİTESİ
ARASINDAKİ İLİŞKİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Eyyüp KAYA**

**Enstitü Ana Bilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI

NİSAN 2020

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI VE ÜLKE YÖNETİŞİM KALİTESİ
ARASINDAKİ İLİŞKİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Eyyüp KAYA (167201009)

Enstitü Ana Bilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME

Bu tez 21/04/2020 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.

| | Adı SOYADI | Kanaati | | | İmza |
|---------------------|----------------------------------|--|--|---------------------------------|-------------|
| Jüri Başkanı | Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI | <input checked="" type="checkbox"/> Kabul | <input type="checkbox"/> Düzeltilme | <input type="checkbox"/> Ret | |
| Jüri Üyesi | Doç. Dr. Nuraydın TOPCU | <input checked="" type="checkbox"/> Kabul | <input type="checkbox"/> Düzeltilme | <input type="checkbox"/> Ret | |
| Jüri Üyesi | Dr. Öğretim Üyesi Mehtap ÖZŞAHİN | <input checked="" type="checkbox"/> Kabul | <input type="checkbox"/> Düzeltilme | <input type="checkbox"/> Ret | |

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU
BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı: Uluslararası Portföy Yatırımları ve Ülke Yönetişim Kalitesi Arasındaki İlişki

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam 76 sayfalık kısmına ilişkin aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve 06/05/2020 tarihinde Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI tarafından şahsıma iletilen Turnitin İntihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı % 11'dir.

Uygulanan filtrelemeler:

Kaynakça hariç,
Alıntılar dâhil,
5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç.

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

İmza

Adı SOYADI : Eyyüp KAYA
Öğrenci Numarası : 167201009
Ana Bilim Dalı : İŞLETME
Programı : İŞLETME
Türü : () Proje (x) Yüksek Lisans Tezi () Doktora Tezi

Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI

ÖNSÖZ

Uluslararası portföy yatırımları ve yönetim kalitesi arasındaki ilişkiyi ele alan bu çalışmanın literatüre katkı sağlamasını umuyorum.

Bu tezin hazırlanmasında baştan sona kadar desteğini esirgemeyen, bilgi ve tecrübesiyle bana yeni ufuklar katan danışman hocam Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI'ya sabrı ve ilgisi için minnettarım. Değerli fikirleriyle tezin son şeklini almasına katkı sunan tez jüri üyeleri Doç. Dr. Nuraydın TOPCU ve Dr. Öğretim Üyesi Mehtap ÖZŞAHİN'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Lisansüstü eğitimimde üzerimde büyük emekleri olan değerli hocalarım, Prof. Dr. Ayşe TANSEL ÇETİN'e, Prof. Dr. Senay YÜRÜR'e, Doç. Dr. Ferhat SAYIM'a ve Doç. Dr. İkram DAŞDAN'a teşekkürü bir borç bilirim.

Eyyüp KAYA

23/4/2020

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|-----|
| BEYAN BELGESİ..... | i |
| ÖNSÖZ..... | ii |
| KISALTMALAR LİSTESİ..... | v |
| TABLolar..... | vi |
| ŞEKİLLER TABLOSU..... | vii |
| GİRİŞ | 1 |
| Çalışmanın Konusu | 3 |
| Çalışmanın Önemi..... | 3 |
| Çalışmanın Amacı..... | 3 |
| Araştırmanın Hipotezleri..... | 3 |
| Araştırmanın Yöntem ve Teknikleri | 4 |
| Literatür İncelemesi..... | 4 |
| 1. BÖLÜM: FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ | 15 |
| 1.1. Finansal Küreselleşme..... | 15 |
| 1.1.1. Finansal Küreselleşme ve Çerçevesi | 18 |
| 1.1.2. Finansal Küreselleşme ve Etkileşimleri | 22 |
| 1.1.3. Finansal Küreselleşmenin Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Ekonomik Etkileri | 24 |
| 1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri..... | 28 |
| 1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar..... | 29 |
| 1.2.2. Uluslararası portföy Yatırımları..... | 29 |
| 1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri | 30 |
| 1.3.1. İçsel (Çekici) Faktörler | 31 |
| 1.3.2. Dışsal (İtici) Faktörler..... | 32 |
| 2. BÖLÜM: YÖNETİŞİM KAVRAMI VE DÜNYA YÖNETİŞİM GÖSTERGELERİ..... | 34 |
| 2.1. Yönetişimin Kavramsal Çerçevesi | 34 |
| 2.2. Yönetişim ve Yönetim..... | 40 |
| 2.3. Yönetişimin Boyutları ve Aktörleri..... | 41 |
| 2.4. Dünya Yönetişim Göstergeleri | 43 |

| | |
|---|----|
| 3. BÖLÜM: YÖNETİŞİM KALİTESİ VE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI İLİŞKİSİ..... | 47 |
| 3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları | 47 |
| 3.2. Portföy Yatırımlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler..... | 48 |
| 3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarını Etkileyen Yönetişimle İlgili Faktörler..... | 53 |
| 4. BÖLÜM: METODOLOJİ VE UYGULAMA | 56 |
| 4.1. Araştırmanın Amacı ve Temel Soruları..... | 56 |
| 4.2. Çalışmanın Kısıtlamaları ve Veri Seti | 56 |
| 4.3. Araştırmanın Değişkenleri..... | 57 |
| 4.4. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri..... | 60 |
| 4.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler | 63 |
| 4.6. Bulgular | 72 |
| SONUÇ VE DEĞERLENDİRME | 74 |
| KAYNAKÇA | 77 |
| ÖZGEÇMİŞ | 89 |

KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|---------------|--|
| ABD | : Amerika Birleşik Devletleri |
| BM | : Birleşmiş Milletler |
| DB | : Dünya Bankası |
| DİBS | : Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| BİST | : Borsa İstanbul |
| DYG | : Dünya Yönetişim Göstergeleri |
| DYY | : Doğrudan Yabancı Yatırımlar |
| EFT | : Elektronik Fon Transfer |
| IMF | : Uluslararası Para Fonu |
| OECD | : Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü |
| OPEC | : Petrol İhraç Eden Ülkeler |
| UNDP | : Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı |
| UNCTAD | : Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı |
| STK | : Sivil Toplum Kuruluşları |
| TCMB | : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| TDK | : Türk Dil Kurumu |
| DPT | : Devlet Planlama Teşkilatı |
| GSMH | : Gayri Safi Milli Hasıla |
| GSYİH | : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla |
| İMKB | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| SPK | : Sermaye Piyasası Kurulu |
| VAR | : Vector Auto Regression |

TABLÖLAR

| | |
|--|----|
| Tablo 1: Literatürde yapılan çalışmalar | 11 |
| Tablo 2: Veri seti, kısaltmalar, açıklamalar ve kaynaklar | 67 |
| Tablo 3: Tanımlayıcı istatistikler | 69 |
| Tablo 4: Hipotezlerin gösterimi | 72 |
| Tablo 5: Pesaran testi sonuçları..... | 74 |
| Tablo 6: İkinci kuşak birim kök testleri sonuçları..... | 75 |
| Tablo 7: Birinci kuşak birim kök testleri sonuçları..... | 75 |
| Tablo 8: Değişkenler arasındaki kolerasyon değerleri | 76 |
| Tablo 9 : Bağımsız değişkenlerin VIF değerleri | 77 |
| Tablo 10: LR testi sonuçları | 78 |
| Tablo 11: F Test istatistikleri sonuçları..... | 79 |
| Tablo 12: Hausman testi sonuçları | 80 |
| Tablo 13: Levene, Brown ve Forsythe'nin test istatistikleri sonuçları | 81 |
| Tablo 14: Baltagi-Wu ve Durbin-Watson test istatistikleri sonuçları | 81 |
| Tablo 15: Arellano, Froot, Rogers dirençli tahmincileri ile modelin test edilmesi..... | 82 |
| Tablo 16: Hipotezlerin özet gösterimi..... | 85 |

ŞEKİLLER TABLOSU

| | |
|----------------------------|----|
| Şekil 1: Teorik model..... | 70 |
|----------------------------|----|



Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

| | |
|---|---|
| Tezin Başlığı: Uluslararası Portföy Yatırımları ve Ülke Yönetişim Kalitesi Arasındaki İlişki | |
| Tezin Yazarı: Eyyüp KAYA | Danışman: Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI |
| Kabul Tarihi: 21/04/2020 | Sayfa Sayısı: xi (ön kısım) + 89 (tez) |
| Anabilim Dalı: İşletme | Bilim Dalı: İşletme |
| <p>Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına etkisi ele alınmıştır. Gelişmekte olan 18 ülke, 2002-2018 yılları için panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analizler sonucunda, politik istikrar hariç yönetim göstergeleri kalitesinin iyi olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin portföy yatırımlarını en çok etkileyen değişken olduğu gözlemlenmiştir. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliği hükümet etkinliği takip etmiştir. Yolsuzluğun kontrolü, hukukun üstünlüğü ve düzenleyici kalitesi sırasıyla portföy yatırımlarına etki eden diğer yönetim göstergeleridir. Çalışmada kontrol değişkenleri olarak kullanılan doğrudan yabancı yatırımlar ve cari denge ile uluslararası portföy yatırımları arasında negatif; hisse senedi piyasa büyüklüğü ve borsa getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.</p> | |
| Anahtar Kelimeler: Yönetişim, Uluslararası Portföy Yatırımları, Finansal Liberalleşme | |

Yalova University Institute of Social Sciences Master Thesis Summary

| |
|---|
| Thesis Title: Relationship Between International Portfolio Investments And The Country Governance Quality |
| Thesis Author: Eyyüp KAYA Advisor: Doç. Dr. Mine AKSOY KAVALCI |
| Date of Acceptance: 21/04/2020 Total Number of Pages: ix (pre text) + 89 (main body) |
| Anabilim Dalı: Business Administration Field of Study: Business Administration |
| <p>Based on panel data analysis of 18 emerging market countries from 2002 to 2018, the impact of governance quality on international portfolio investments was examined. As a result of the analysis, it was observed that the quality of governance indicators, excluding political stability and absence of violence, had a positive effect on international portfolio investments. Voice and accountability were observed to be the variable that most affects portfolio investments. Voice and accountability were followed by government effectiveness. Control of corruption, rule of law and regulatory quality were other indicators of governance that affected portfolio investments respectively. In this study, foreign direct investments, current account deficit, stock market size and stock market returns were used as control variables. As a result of the analysis, it was concluded that there is a negative relationship between foreign direct investments, current account deficit and international portfolio investments. There is also a positive relationship between stock market size, stock market returns and international portfolio investments.</p> |
| Keywords: Governance, International Portfolio Investments, Financial Liberalization. |

GİRİŞ

Sürekli bir değişim içinde olan ve kendini yenileyerek ilerleyen insanlık tarihi için 1970’li yıllar hem siyasi hem iktisadi anlamda yeni paradigmaların başlangıcı olmuştur. Çünkü 1970’li yılların başında birçok ülkede ekonomik kriz ile birlikte yönetim krizi de yaşanmaya başlanmıştır. Bu kriz, gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülkeyi etkisi altına almıştır. Ülkeler bu krizden kurtulmak için köklü politik değişikliklere gitmiş, yeni politikalar ve araçlar kullanmaya başlamışlardır. İlk başta iktidarlar değişmiş, kamu yönetimi yeni bir şekil almaya başlamış, ekonomide köklü değişiklikler olmuş ve ilerleyen zamanlarda bu süreç “yönetişim” kavramını doğurmuştur.

1970’lerde yaşanan kriz sadece iktisadi bir kriz değildi. Bu kriz beraberinde birçok krizi meydana getirmiş ya da var olan krizlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu kriz aynı zamanda “devlet krizi”, “meşruiyet krizi”, “kültür krizi”, “demokrasi krizi” ve “yönetilebilirlik krizi”dir. Netice itibariyle de devlet kuramının üzerinde kalıcı etkileri olmuştur (Bayramoğlu, 2004: 68).

Ortaya çıkan krizin çok yönlü olması, bu durumun birden çok sebebi olduğunu da göstermektedir. Şaylan (1995), ortaya çıkan krizi “refah devleti”nin sonu olarak değerlendirmiş ve ekonomik krizin sosyo-politik krize neden olduğunu belirtmiştir. Şaylan’a göre krizin nedeni kamu yönetimine bakan yönüyle devletin hantal, verimsiz ve merkeziyetçi bir yapıda olması ile ilgiliyken; sosyo-ekonomik yönüyle kapitalizmin içinde bulunduğu evrensel bunalım ve bu bunalımdan çıkma çabasından kaynaklanmaktadır. Bütün bu gelişmeler 1980’li ve 1990’lı yıllarda devletlerin hızlı ve köklü bir değişim yaşamasına neden olmuştur.

Dünya, 1970’lerde yaşanan petrol krizleri ve Bretton Woods sisteminin iflası sonrası ekonomik yönden ciddi bir darboğaza girmiş, bu darboğaz gelişmiş ülkelere ve gelişmekte olan ülkelere ciddi sarsıntılar meydana getirmiştir (Şaylan, 1995: 9). 1980’li yılların başında, gelişmekte olan ülkelere iyice kendini hissettiren piyasaların küreselleşmesi ile finansal alanda serbestleşme, sermaye akışında meydana gelen artış, iletişim ve bilgi teknolojilerindeki gelişmeler yatırımların küresel boyutta incelenmesi ve gözlemlenmesi gereksinimini doğurmuştur. Meydana gelen bu gelişmelerden sonra 1990’lı yılların sonuna gelindiğinde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının niteliği ve miktarında önemli artışlar meydana gelmiştir (Esen, 1998: 61; DPT, 2002; Altun ve Mutan, 2007: 14). Uluslararası sermayenin başka ülkelere yönelmesiyle birlikte hem bilgi aktarımı sağlanarak bilginin etkinliği artırılmış hem de finansal piyasaların ve ekonominin gelişmesi sağlanmaya çalışılmıştır (Altun ve Mutan, 2007: 14/15).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ülkelerin para ve maliye politikaları üzerindeki etkinliklerinin zayıflamasına neden olmuştur (Seyrek, 2002: 175). Özellikle gelişmekte olan ülkelere ekonomileri olumsuz etkileyen dalgalanmalar finansal krizlere yol açmıştır. Yine

uluslararası sermayenin yapısından kaynaklanan hızlı hareket edebilmesi gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finans piyasalarının şoklara karşı kırılabilirliğinin artmasına neden olmuş, spekülasyon hareketlerinde artışlar meydana getirmiştir. 1990'lı yıllarda birçok ülkede meydana gelen ve birbirini tetikleyen finansal krizler, uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik kalkınma üzerindeki etkisinin tartışılmasına neden olmuştur (Kar ve Kara, 2004: 19).

1980'li yıllardan önce ülkelerin ekonomik anlamda değerlendirilmesinde makroekonomik göstergeler önemli iken, değişen paradigmlarla beraber kalkınma kavramına yeni anlamlar yüklenmiş, toplumsal ve kurumsal faktörler de ekonomik performansın belirleyicileri olarak kabul görmeye başlamıştır.

1980'lerin başında başlayan küresel değişim kendini birçok alanda göstermiş siyasi, sosyal, ekonomik vb. alanlarda köklü değişimler meydana gelmiştir (Şaylan, 1995: 8). Bu değişimin ortaya çıkardığı kavramlardan biri de yönetişimdir.

Yönetişim kavramı Dünya Bankası (DB) tarafından 1989 yılında Afrika ile ilgili yayımlanan bir raporda ilk kez kullanılmıştır. Dünya Bankası daha sonra birçok raporunda yönetişimden söz etmiş ve kavramın geliştiricisi olmuştur. Dünya Bankası'nın yönetişim kavramından söz etmesinden sonra birçok uluslararası kurum da kavramı ele almıştır.

Yönetişim, katılımcılığı ön plana çıkararak "birlikte yapma" düşüncesini barındıran, yönetimin devlet merkezli yönetim yerine toplum merkezli bir yapı kurma stratejisini esas alan bir kavram olarak tanımlanabilir (Sarica ve Eryigit, 2018: 62). Esasında yönetişim tek başına yansız bir kavramdır, başına iyi ve kötü sıfatlarının gelmesiyle asıl mahiyetini kazanmaktadır (Gündoğan, 2013: 17). Ancak genelde yönetişim ile söylenmek istenen iyi yönetişimdir. Yönetişimin bir yönünün de gelişmekte olan ülkelere akan uluslararası sermayeyi koruma isteği olduğu birçok yazar tarafından belirtilmektedir (Zabcı, 2002: 153; Bayramoğlu, 2004: 13; Sarica ve Eryigit, 2018).

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), "ülkelerin, gittikçe artan ve karmaşık hale gelen ekonomik ve sosyal sorunlarını çözmeye yetersiz kalması, yeterli kapasite ve kaynağa sahip olamaması yönetişim kavramının benimsenmesine olanak sağladığı," görüşündedir. Ayrıca toplumun, sorunlara daha duyarlı hale gelmesinde yönetişimin benimsenmesinde önemli bir etkiye sahiptir (DPT, 2007: 1).

Uluslararası sermaye gideceği ülkede çeşitli kriterler göz önünde bulundurmaktadır. Bunlar ülkenin ekonomik ve siyasi istikrarı, kanun ve kararlardaki istikrar gibi unsurlardır (Kar ve Kara, 2004). Bu çalışmada, yönetişim kalitesinin gelişmekte olan ülkelere yapılan uluslararası portföy yatırımlarına olan etkileri analiz edilmiştir. Yönetişim kalitesi göstergesi olarak Dünya Bankası tarafından oluşturulan dünya yönetişim göstergeleri (Worldwide Governance Indicators) kullanılmıştır. Dünya yönetişim göstergeleri (DYG) altı boyutlu bir endeks olup; ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik, siyasal istikrar ve şiddetsizlik, hükümet (yönetim) etkinliği, düzenleyicilerin kalitesi, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun kontrolünden oluşmaktadır.

Bu çalışma, giriş bölümü hariç olmak üzere toplam dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, finansal liberalleşme ve uluslararası sermaye hareketleri hakkında bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde yönetim kavramı ve dünya yönetim göstergeleri hakkında bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde uluslararası portföy yatırımları ve yönetim kalitesi arasındaki ilişki ele alınmıştır. Dördüncü bölüm metodoloji ve uygulama bölümü olup yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın Konusu

Bu çalışmanın konusu gelişmekte olan ülkeler için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkisinin analiz edilmesidir. İncelenen dönem 2002-2018 yılları arası olup; analizlere dahil edilen ülkeler Türkiye, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Yunanistan, Macaristan, Mısır, Endonezya, Hindistan, Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Filipinler, Rusya, Güney Afrika ve Tayland'dır.

Çalışmanın Önemi

Literatürde, dünya yönetim göstergelerini yönetim kalitesi göstergesi olarak kabul ederek, gelişmekte olan ülkeler için, yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkilerini inceleyen yakın tarihli bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bundan dolayı bu tez çalışmasının Türkçe literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan ülkeler için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkilerini incelemektir.

Araştırmanın Hipotezleri

Bu çalışmanın hipotezleri, yönetim kalitesinin iyi olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkileyeceği düşüncesiyle oluşturulmuştur. Oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 4: Düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Araştırmanın Yöntem ve Teknikleri

Bu çalışmada yöntem ve teknik olarak panel veri analizinden faydalanılmıştır. Panel veri analizinde hem yatay kesit hem de zaman serisi verilerinin birlikte değerlendirilebilmesi ekonomik olguların kapsamlı analizini sağlamaktadır.

Araştırmada, gelişmekte olan 18 ülkenin 2002-2018 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Ülkelere ilişkin veriler Dünya Bankası (DB) ve Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) temin edilmiştir. Verilerin analizi STATA 14 programı ile yapılmıştır.

Literatür İncelemesi

Literatürde uluslararası portföy yatırımlarını belirleyen faktörler ile ilgili gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yapılmış pek çok çalışma mevcuttur. Ancak gelişmekte olan ülkeler için dünya yönetim göstergelerini yönetim kalitesi göstergesi olarak kullanıp, yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkilerini inceleyen yeterli sayıda çalışma mevcut değildir. Uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirleme amacıyla yapılan çalışmalara aşağıda değinilmiştir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla bir çalışma yapmıştır. 1989-1994 döneminin yıllık olarak incelendiği çalışmanın sonucunda, ülke riskinin Türkiye'ye yönelik yabancı yatırım kararlarını etkilediği görülmüştür. Çalışmada ayrıca net portföy yatırımlarının gecelik faiz oranları, hisse senedi alımları ve İMKB endeksi ile açıklanabileceği belirtilmiştir (İMKB, 1994).

Taylor ve Sarno (1996: 467), eşbütünleşme tekniği ile 1988-1992 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'den (ABD) Asya ve Latin Amerika ülkelerine giden büyük portföy yatırımlarını incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda uzun dönemde hem Latin Amerika ülkeleri hem de Asya ülkeleri için içsel ve dışsal faktörlerin etkilerinin aynı olduğu; ancak kısa dönemde dışsal faktörlerin daha baskın olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Dışsal faktörler içerisinde en fazla etkin olan ABD faiz oranları olduğunu belirtmişlerdir.

Clark ve Berko (1997: 18), Meksika hisse senedi alımları ile Meksika hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ele almak amacıyla 1989-1996:03 dönemini aylık olarak Merton modeliyle ele almışlardır. Çalışmanın sonucuna göre portföy yatırımlarında meydana gelen beklenmedik %1'lik artışın Meksika Hisse Senedi Borsasındaki hisse senedi fiyatlarında %13'lük bir artışa neden olduğu görülmüştür.

Agarwal (1997: 217), bazı Asya ülkelerindeki yabancı portföy yatırımlarının belirleyicileri ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla 1986-1993 dönemini yıllık olarak incelemiştir. Araştırmanın sonucuna göre, enflasyon ve uluslararası portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki; uluslararası portföy yatırımları ile reel döviz kuru, ekonomik faaliyet endeksi ve yurtiçi sermaye piyasasının dünya borsa kapitalizasyonundaki payı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Bekaert ve Harvey (1998), 17 gelişmekte olan ülke için aylık net ABD sermaye akışları veri tabanını kullanarak, portföy yatırımları ve temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın sonucunda, portföy yatırımlarının sermaye maliyetlerini ve enflasyonu düşürdüğü, gayri safi yurt içi hasılayı (GSYİH) artırdığı ve yerel paranın değerlenmesine neden olduğu görülmüştür.

Celasun vd. (1999), Türkiye için yaptıkları çalışmalarında Ocak 1990 - Aralık 1997 dönemini OLS analiziyle incelemişlerdir. Çalışmada portföy şeklinde olan sermaye hareketlerinin kamu tüketim harcamaları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı ancak özel tüketim harcamalarını açıklamada anlamlı bir değişken olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Portföy yatırımları ile yurt dışı faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Baek (2006), bazı Latin Amerika ülkeleri ve bazı Asya ülkeleri için 1989-2002 dönemini yıllık olarak panel veri analizi ile incelemiştir. Çalışmada yabancı portföy yatırımlarını çeken ve iten faktörlerin, Asya ve Latin Amerika ekonomileri için farklılık gösterdiği görülmüştür. Asya ülkeleri için dışsal etkenler içsel etkenlerden daha önemli iken, Latin Amerika ülkeleri için ise güçlü ekonomik büyüme gibi içsel etkenlerin daha önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Avrupa Merkez Bankası için De Santis ve Lührmann (2006: 44) tarafından yapılan çalışmada, 130 ülke için cari açık nedenlerini saptamak amacıyla 1970-2003 dönemini yıllık olarak panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda net portföy yatırımlarının dış dengeyi sağlamada pozitif etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Portföy yatırımları arttıkça cari açığın azaldığı gözlemlenmiştir. Çalışmada, cari açığın portföy yatırımlarıyla rahatlıkla finanse edilebileceği belirtilmiştir.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007: 213), Türkiye için portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla 1992-2005 dönemini üç aylık verilerle Vector Auto Regression (VAR) yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda reel faiz oranı ve net portföy yatırımları arasında hem uzun dönemde hem kısa dönemde pozitif bir etkinin bulunduğunu belirtmişlerdir.

Barışık ve Açıkgoz (2007: 198), Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye hareketleri ile Türkiye'deki faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi, 1992-2005 dönemi için üç aylık verilerle VAR modelini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda portföy yatırımlarının mevduat faizi ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faiz oranlarını negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Lay ve Wickramanayake (2007), Singapur için yaptıkları çalışmada faiz oranı, gayri safi milli hâsıla ve döviz kuru ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi uzun dönem için incelemişlerdir. Analiz sonunda belirtilen değişkenler ile yabancı portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Singapur'un gayri safi milli hâsıla ve borsa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki

bulunmuştur. Ancak yabancı (ABD) faiz oranlarının, Singapur'a yapılan yabancı portföy yatırım akışlarıyla ters yönlü olduğu görülmüştür.

Keskin (2008: 17), Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler kullanarak ARDL yöntemiyle incelemiştir. Keskin, Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımlarının uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açtığını bunun da cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediğini belirtmiştir.

Öztekin ve Erataş (2009: 57), Türkiye'deki net portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi 1990-2008 dönemi yıllık verileri kullanarak ARDL yöntemiyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda ülkemizdeki faiz oranları ile Libor (USD) arasındaki fark arttığında (Türkiye'deki faiz oranı görece arttığında), Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının arttığı ortaya konmuştur. Çalışmada, net portföy yatırımları ile reel faiz oranları arasındaki kısa dönemli bir dengesizlik olduğu ancak uzun dönemde bu dengesizliklerin giderildiği gözlemlenmiştir. Yapılan çalışmada Türkiye'de reel faiz oranlarının net portföy yatırımları üzerinde güçlü pozitif etkiye sahip olduğu görülmüştür.

De Santis ve Lührmann (2009), 130 ülke için yabancı portföy yatırımlarını 1970-2003 dönemi için panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmanın sonucunda nüfus yaşı, para arzı ve kurumsal kalitenin net portföy akışını pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Bakardzhiev ve arkadaşları (2010), 1980-2007 dönemini 57 ülke için panel veri analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada portföy yatırımlarının reel kur değerlemesine yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Vergil ve Karaca (2010: 1207), gelişmekte olan ülkelere akan sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla 1980-2005 dönemini yıllık olarak panel veri analizi ile incelemiştir. Çalışmada Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ve uzun dönemli portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Egry ve arkadaşları (2010: 25), 1977:M01-2007:M12 dönemini aylık veriler kullanarak yabancı portföy yatırımları girişiyle yatırımcının riskten kaçınma ve ABD borsası arasındaki ilişkileri VAR analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışmada, borsada ortaya çıkan pozitif şokun şirket tahvilleri alımına yönelik yabancı portföy yatırımlarına tepkisi önemsiz, hisse senetleri alımına yönelik yabancı portföy yatırımlarına tepkisi önemli bulunmuştur.

Korap (2010: 223), Türkiye için portföy yatırımlarını iten ve çeken faktörleri belirlemek amacıyla 1992-2009 dönemini aylık verilerle VAR yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmada portföy yatırımlarını açıklamada itici faktörlerin daha etkili olduğu görülmüştür. Çekici faktörlerden ise ülkemizdeki reel faiz oranı ve portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Wildmann (2010) tarafından Alman bankaları için hazırlanan bir çalışmada, Alman bankaları tarafından yükselen 30 ülke ekonomisine 2002-2007 döneminde yapılmış olan aylık portföy yatırımları dinamik zaman serileri yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada borsa piyasa kapitalizasyonu/GSYİH oranındaki artışın, GSYİH büyümesinin ve yüksek sermaye formasyonunun portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür.

İskenderoğlu ve Karadeniz (2011: 132), 5 Ocak 2009 - 31 Mayıs 2011 dönemine ait günlük veriler kullanılarak Granger nedensellik analizi ile İMKB 100 endeksi getirisi ile yabancı portföy değerleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda İMKB 100 endeksi ile portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür.

Kodongo ve Ojah (2012: 71), Mısır, Güney Afrika, Nijerya ve Fas için reel döviz kuru ve uluslararası portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi 1997:M1-2009:M1 dönemine ait aylık veriler ve VAR yöntemiyle tespit etmeye çalışmışlardır. Araştırmada, uluslararası portföy yatırımlarının Afrika'da devamlı olmadığı, dalgalanmalarla ilişkili olduğu ve uluslararası portföy yatırımları ile reel döviz kuru arasında dinamik bir ilişkinin bulunduğunu belirtmişlerdir.

Türkmenoğlu (2012), Türkiye'deki sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisini ölçmek için 1980-2010 dönemini granger nedensellik testi yardımıyla incelemiştir. İnceleme sonuçlarına göre portföy yatırımları ve kredilerin ekonomik büyüme üzerinde etkili olmadığını sadece doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir.

Yıldız (2012: 35), Türkiye için 1999-2009 dönemini yıllık olarak uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla regresyon analiziyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda enflasyon oranı, büyüme hızı, İMKB 100 endeksi ve Dow Jones Endeksi'nin yabancı portföy yatırımlarının üzerinde etkili olduğu görülmüştür.

Yang ve arkadaşları (2013: 1258), bazı Asya ve Latin Amerika ülkelerindeki uluslararası sermaye hareketlerini ölçmek için 1981-2011 dönemini yıllık olarak panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda GSYİH, ticari açıklık, finansal durum ve faiz oranlarının sermaye hareketlerini belirleyen faktörler olduğu belirtilmiştir. Ancak sonuçlar Latin Amerika ve Asya ülkeleri için aynı değildir, ülkelerin belirleyicileri farklı olduğu görülmüştür. Ayrıca portföy yatırımlarının döviz kuru beklentisinden daha çok etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Gümüş ve arkadaşları (2013: 225), yabancı portföy yatırımlarının alış ve satışlarının İMKB 100 üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla 2006-2012 dönemini VAR ve eşbütünleşme analizleri ile incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, İMKB 100 endeksi ile yabancı yatırımcıların alış ve satışları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur. Yabancı portföy yatırımları ile İMKB 100 alışları pozitif yönlü; satışlar ile negatif yönlü olduğu görülmüştür.

Jongwanich ve Kohpaiboon (2013: 138), 9 Asya ülkesi için panel verianalizi yöntemi kullanarak portföy yatırımlarının reel döviz kuruna etkisini 2000–2009 dönemi için incelemiştir. Çalışmada reel döviz kuru oranının portföyle ilişkili olduğu ve portföyün reel döviz kurunda aşırı değerlemeye neden olduğu görülmüştür.

Garg ve Dua (2014: 2), Hindistan için portföy yatırımlarının uzun dönem makro ekonomik belirleyicilerini tespit etmek amacıyla 1995:M10–2012:M10 dönemini aylık verilerle ARDL modeliyle incelemiştir. Çalışmada yüksek kur riski ve yüksek hisse senetleri kazançlarının uluslararası portföy yatırımları üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu, yatırımcıların risk çeşitlendirmesi ile yatırım yaptıkları, yerli borsa performansının, faiz oranları farklılıklarının, döviz kurunun ve ekonomik büyümenin yabancı portföy yatırımları üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Çöldemli (2015: 59), Türkiye için yabancı portföy yatırımları ile cari işlemler arasında uzun dönemde bir ilişkinin olup olmadığını ölçmek amacıyla 2003-2013 dönemini yıllık olarak Granger nedensellik testini kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre, yabancı portföy yatırımlarının cari işlemler dengesi üzerinde etkili olduğu görülmüştür.

Slesman ve arkadaşları (2015), 1975-2015 dönemini kapsayan, gelişmiş ve gelişmekte olan 80 ülke için yaptıkları çalışmada doğrudan yabancı yatırımların ve yabancı portföy yatırımlarının Gayri Safi Milli Hâsılaya (GSMH) olan etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre finansal kurum ve piyasaları gelişmiş olan ülkelerde doğrudan sermaye yatırımları ile yabancı portföy yatırımlarının ekonominin büyümesine pozitif etkisi varken; finansal piyasaları gelişmemiş ülkelerde önemli bir etkisi olmadığı, hatta bazı ülkelerde büyümeye etkisinin negatif olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Kaya (2015: 611), Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımları ile risk unsurları arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla 1997-2010 dönemini yıllık olarak Johansen-Jeselius eş bütünleşme testi ve Granger nedensellik testi ile incelemiştir. Risk göstergeleri olarak politik, finansal risk ve ekonomik risk faktörleri kullanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre net portföy yatırımları ile politik risk göstergeleri arasında negatif bir ilişki, finansal risk göstergeleri arasında pozitif bir ilişki vardır. Ancak ekonomik risk göstergeleri ile portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Ahmad ve arkadaşları (2015: 66), Çin'e gelen yabancı portföy yatırımların nedenini belirlemek amacıyla 2001-2010 dönemi çoklu regresyon yöntemiyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda DYY, döviz kurları ve dış borç ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak modeli açıklayan en iyi göstergenin dış borç olduğunu belirtmişlerdir.

Waqas ve arkadaşları (2015: 72), Güney Asya ülkelerine giden yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla 2000-2012 dönemini yıllık olarak GARCH modeliyle incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, faiz oranı, enflasyon oranı, doğrudan

yabancı yatırım, hisse senedi endeksi ve büyüme oranı ile uluslararası portföy yatırımlarının volatilitesi arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Bhatia ve Kishor (2015: 17), BRICS ülkelerine yönelen yabancı portföy yatırımları ve bu ülkelerin borsa endeksleri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 2005-2014 dönemini aylık olarak VAR modeliyle analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, portföy yatırımları ile borsa endeksi arasında Brezilya, Hindistan ve Güney Afrika için pozitif bir ilişki; Çin ve Rusya için ise söz konusu değişkenler arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Kutlu ve Emir (2015: 269), Türkiye, Britanya, Almanya ve Yunanistan için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla 2006-2012 dönemini yıllık olarak Granger nedensellik analizi ile incelemişlerdir. Portföy yatırımlarındaki volatilitenin karşılıklı veya tek taraflı olarak DYY'dan etkilendiği görülmüştür. Ancak çalışmada Almanya için farklı bir sonuç elde edilmiştir. Çalışmada Almanya için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasında çift taraflı bir etkileşim bulunmuştur. Araştırmacılara göre bu durum Almanya'da portföy yatırımları ve DYY arasında bir denge oluşturulduğunu göstermektedir.

Pala ve Orgun (2015: 108), Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımlarını etkileyen makro ekonomik faktörleri belirlemek amacıyla 1998-2012 dönemini yıllık olarak OLS analiziyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre mevduat faiz oranı ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulunmuş; brüt mevduat faizi, GSYİH ve ödemeler dengesinin yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi bulunmuştur.

Koç ve Şenol (2017: 15), Türkiye için yaptıkları çalışmada, 2006:Q1–2016:Q4 dönemini çeyrek verileri kullanarak VAR yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, yabancı portföy yatırımları girişi ile BİST 100 endeksi, döviz kuru ve dış faiz oranı (Euro Bölgesi ve ABD faiz oranları) arasında bir tepkinin bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Arslan ve Çiçek (2017: 292), Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi ele almış 2006Q1: 2016Q4 dönemini çeyrek veriler kullanarak VAR analizi ile incelemişlerdir. Analizler sonucunda yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun döviz kurunu %3 düzeyinde düşürdüğünü tespit etmişlerdir.

Assefa ve arkadaşları (2017: 20), gelişmiş 21 ve gelişmekte olan 19 ülke için, 1999-2013 dönemini panel veri analizi yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışmada gelişmekte olan ülkelere menkul değerler getirilerinin gelişmiş ülkelere göre yaklaşık 3-4 kat fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumun gelişmiş ülkelere faiz seviyelerinin düşük olması, sermaye piyasalarının gelişmiş olması gibi etmenlerle açıklanabileceğini; gelişmekte olan ülkelere ise dünya portföy yatırım hacminin piyasayı etkilemekte olduğunu ifade etmişlerdir.

Ouedraogo (2017), gelişmiş ve gelişmekte olan 73 ülkeyi reel döviz kuru ve portföy yatırımları ilişkisi kapsamında ele almıştır. Çalışmada 1980–2015 dönemi yıllık olarak ve en küçük kareler yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda portföyün reel döviz kuru

yatırımın aktığı sektöre (kamu, bankalar ve şirketler) bağlı olduğu ancak devlet borçlanmasının en büyük etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, portföy girişlerini etkilemede, gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurundaha etkili olduğu görülmüştür.

Çilingirtürk ve Çetiner (2018: 73), Türkiye, Brezilya, Çin, Hindistan, Rusya ve Güney Afrika'da yabancı portföy girişleri ve döviz kuru ilişkisini ele almışlardır. Çalışmada 2002-2016 dönemini yıllık olarak ve regresyon modeliyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre portföy girişlerinin döviz kurunu etkilediği gözlemlenmiştir.

Tablo 1'de literatürde uluslararası portföy yatırımları ile ilgili yapılan çalışmaların özet gösterimi verilmiştir. Tablo 1'de belirtilen çalışmalar uluslararası portföy yatırımları için yapılmış olup bağımlı değişken uluslararası portföy yatırımlarıdır.

Tablo 1: Literatürde yapılan çalışmalar

| Yazarlar | Metot | Ülke /Yer | Dönem | Bağımsız değişkenler | Bulgu |
|--------------------------|--------------|--------------------------------|-----------------|--|----------------------------|
| İMKB (1994) | | Türkiye | 1989-1994 | Hisse senedi alımı Gecelik faiz oranı İMKB endeksi | + + + |
| Taylor ve Sarno (1996) | Eşbütünleşme | Asya ve Latin Amerika ülkeleri | 1988-1992 | ABD faiz oranı | - |
| Clark ve Berko (1996) | Metron | Meksika | 1989-1996:03 | Meksika Hisse Senedi Borsası | + |
| Agarwal (1997) | Regresyon | Bazı Asya ülkeleri | 1986-1993 | Enflasyon oranı Reel döviz kuru Sermaye piyasasını dünya piyasasındaki payı Cari işlemler Ekonomik faaliyet endeksi Sermaye piyasasının dünya borsasındaki payı | - + + / + + |
| Bekaert ve Harvey (1998) | GARCH | 17 gelişmekte olan ülke | 1977-1996 | GSYİH Enflasyon oranı Döviz kuru | + - + |
| Celasun vd. (1999) | OLS | Türkiye | 1989.01-1997.12 | Yurt dışı faiz oranı | - |

| | | | | | |
|------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-----------------|---|--|
| Balkan vd. (2002) | Zaman serileri | Türkiye | 1992–2002 | Dışa açıklık Reel döviz kuru Borsa endeksi | + + + |
| İnsel ve Sungur (2003) | Granger nedensellik testi | Türkiye | 1989-1999 | Para arzı m2y Ulusal tasarruflar Reel ve nominal kur artışı | + + + |
| Baek (2006) | Panel veri | Bazı Latin Amerika ve Asya ülkeleri | 1989-2002 | İçsel faktörler Dışsal faktörler | Asya dışsal; Latin Amerika içsel faktörler önemli |
| De Santis ve Lührmann (2006) | Panel veri analizi | 130 ülke | 1970-2003 | Cari açık | - |
| Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) | VAR | Türkiye | 1992–2005 | Reel faiz | + |
| Barışık ve Açıkgöz (2007) | VAR | Türkiye | 1992Q–2005Q | DİBS faizi Mevduat faizi | - - |
| Lay ve Wickramanayake (2007) | | Singapur | 1972-1999 | GSYİH Borsa kapitilazsyon Reel döviz kuru ABD faizi | + + + - |
| Keskin (2008) | ARLD | Türkiye | 1992:01-2007:07 | Ulusal paranın reel olarak değeri Cari işlemler Faiz oranı Döviz rezervi | + - - + |
| Öztekin ve Erataş (2009) | ARLD | Türkiye | 1990-2008 | Reel faiz Döviz kuru | + - |
| De Santis ve Lührmann (2009) | Panel veri analizi | 130 ülke için | 1970-2003 | Nüfus yaşlanması Para arzı Kurumsal kalite | + + + |

| | | | | | |
|----------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------------------------|--|--------------------|
| Bakardzhiev al vd. (2010) | Panel veri analizi | 57 ülke | 1980-2007 | Reel döviz kuru | + |
| Egly vd. (2010) | VAR | ABD | 1977:M01-2007:M12 | Hisse senetleri alımı | + |
| Korap (2010) | VAR | Türkiye | 1992M-2009M | Reel faiz | - |
| İskenderoğlu ve Karadeniz (2011) | Granger nedensellik | Türkiye | 2009.02.05 - 2011.05.31 | İMKB 100 getirisi | + |
| Kinda (2012) | SUR | Gelişen 58 ülke | 1970-2003 | Enflasyon Büyüme Parasal büyüme | + + + |
| Kodongo ve Ojah (2012) | VAR | Mısır, Güney Afrika, Nijerya ve Fas | 1997:M1-2009:M1 | Reel Döviz kuru | Fas – Nijerya + |
| Türkmenoğlu (2012) | Granger nedensellik testi | Türkiye | 1980-2010 | Ekonomik büyüme | / |
| Yıldız (2012) | Regresyon | Türkiye | 1999-2009 | İMKB ve Jones endeksi | * |
| Gümüş (2013) | VAR | Türkiye | 2006-2012 | İMKB 100 | + |
| Yang, Xiong ve Ze (2013) | Panel veri analizi | 6 Asya ve 7 Latin Amerika ülkesi | 1981-2011 | Döviz kuru beklentisi | + |
| Jongwanich ve Kohpaiboon (2013) | Panel veri analizi | 9 Asya ülkesi | 2000–2009 | Reel döviz kuru | + |
| Onuorah ve Akujuobi (2013) | OLS | Nijerya | 1980-2010 | Faiz oranı Döviz kuru Enflasyon GSYİH | + + + - |

| | | | | | |
|-------------------------|--|--|---------------------|---|-------------------------------------|
| Garg ve Dua (2014) | Ardl/ Garch | Hindistan | 1995:M10 – 2012:M10 | Faiz oranları Döviz kuru Ekonomik büyüme Borsa performansı Ülke riski | + + + + - |
| Çöldemli (2015) | Grenger Nedensellik | Türkiye | 2003-2013 | Cari işlemler dengesi | * |
| Kaya (2015) | Johansen-bütünleşme ve Granger nedensellik testi | Türkiye | 1997-2010 | Finansal risk göstergeleri Politik risk göstergeleri Ekonomik risk göstergeleri | + - / |
| L. Slesman vd. (2015) | | Gelişmiş ve gelişmekte olan 80 ülke | 1975-2015 | GSYİH | Sermaye piyasası gelişmiş olanlar + |
| Ahmad vd. (2015) | Çoklu regresyon | Çin | 2001-2010 | Döviz kuru Ekonomik büyüme DYY Dış borç | * * * * |
| Kutlu ve Emir (2015) | Granger Nedensellik Analizi | Türkiye, Almanya, Yunanistan ve Britanya | 2006-2012 | DYY | * |
| Pala ve Orgun (2015) | OLS | Türkiye | 1998-2012 | Mevduat faizi Brüt mevduat faizi Ödemeler dengesi GSYİH | - + + + |
| Bhatia ve Kishor (2015) | VAR | BRICS ülkelerinde | | Borsa endeksi | + Çin ve Rusya (-) |
| Koç ve Şenol (2017) | VAR | Türkiye | 2006:Q1– 2016:Q4 | BİST 100 Döviz kuru Dış faiz | * * * |
| Arslan ve | VAR | Türkiye | 2006Q1: | Döviz kuru | * |

| | | | | | |
|--------------------------------|--------------------|---------------------------------------|-----------|-----------------|---|
| Çiçek (2017) | | | 2016Q4 | | |
| Ouedraogo (2017) | OLS | 73 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi | 1980-2015 | Reel döviz kuru | + |
| Çilingirtürk ve Çetiner (2018) | Panel veri analizi | BRICS ülkeleri ve Türkiye | 2002-2016 | Döviz kuru | * |

Not: (+) değişkeler arasında pozitif bir ilişki vardır. (-) değişkeler arasında negatif bir ilişki vardır. (*) değişkeler arasında bir ilişki vardır. (/) değişkeler arasında bir ilişki yoktur.



1. BÖLÜM: FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Finansal Küreselleşme

Küreselleşme birçok yazar tarafından ekonomik serbestleşme veya bütünleşme ile aynı anlamda kullanılmıştır. Ancak küreselleşmenin farklı boyutları mevcuttur ve bu boyutlardan biri, belki de en önemlisi, iktisadi boyuttur. Küreselleşme kavramının ortaya çıkışı iktisat üzerinde hem felsefi anlamda hem idari anlamda hem de hukuksal anlamda günümüze kadar süren bir etki bırakmıştır. İktisadi küreselleşmenin çeşitli bileşenleri bulunmaktadır. Bunlardan biri de finansal serbestleşmedir.

Dünya Bankası, gelişmekte olan piyasaların geçen yüz yılda dört büyük sermaye akışına tanıklık ettiğini belirtmektedir. Bu akımlardan ilkinin 1870’te başlayan Birinci Dünya Savaşına kadar olan büyük ölçüde o dönemdeki Avrupa ekonomilerinde ortaya çıkan tahvil finansmanındaki artışlardır. İkincisi kamu açıklarını finanse etmek için 1. Dünya Savaşı ile Büyük Buhran arasında yüksek düzeylerde tahvillerin ihraç edildiği dönemdir. Üçüncüsü 1973’te meydana gelen petrol şoklarıyla 1982 Meksika Krizi arasındaki dönemde uluslararası bankaların gelişmekte olan ülkelere verdikleri banka kredilerindeki yüksek artışlardır. Dördüncü ve sonuncu sermaye akışıysa 1990’larda gelişmekte olan ülkelere yapılan DYY ve portföy yatırımlarının hacminde meydana gelen büyük artışlardır (World Bank, 2000: 119).

Finansal küreselleşmeyi literatürde üç dönem şeklinde değerlendiren görüşler mevcuttur. 1800’lü yılların sonlarından başlayıp 1. Dünya Savaşı’na kadar birinci dönemi; 1. Dünya Savaşı’ndan 2. Dünya Savaşına kadar olan kısım ikinci dönemi ve 2. Dünya Savaşından günümüze kadar olan kısım ise üçüncü dönemi kapsamaktadır (Bayar, 2008: 26). Ancak üçüncü dönem 1970’li yıllarda yeni bir paradigma ile günümüze kadar devam etmiştir. Çalışmada diğer dönemlere değinilmeyip 1970’li yılların başında ortaya çıkan paradigmalara ele alınacaktır.

Dünya ekonomisi yaklaşık 50 yıldır küreselleşme olgusuyla bir değişim içerisindedir. 1970’lerde başlayan liberalleşme eğilimleri ve 1990 yılında gerçekleşen Doğu Blok’unun dağılması ile bu olgu hem daha görünür hale gelmiş hem daha da kurumsallaşmıştır (Seyrek, 2002: 168).

1929 Buhran’ından sonra ortaya çıkan Keynesci (müdahale yanlısı) politikalar, ortaya çıkan problemlerden dolayı, devletin ekonomide genişleyen rolünü tartışılır hale getirmiştir. Şaylan’a (1995) göre, Bretton Woods sisteminin çöküşü ve Petrol Krizlerinden sonra Keynesyen politikalar mevcut problemleri çözmede yetersiz kalmıştır. Bütçe açıklarının artması, vergi yükünün artışı, enflasyonda meydana gelen artışlar, işsizlik sayısının artması, sermaye birikiminin yetersiz kalması gibi makroekonomik sorunlar iktisatçıları yeni çözümler bulmaya yöneltmiştir.

1970'lerin sonlarında yeni sağ ideolojisi yükselmiş ve bu ideolojiyi benimseyen partiler iktidara gelmeye başlamışlardır. Arz yanlısı neoliberal iktisadi politikalar ve siyasal muhafazakârlık çerçevesinde mevcut krizi çözmeyi amaçlayan yeni bir sermaye birikim stratejisi izlenilmiştir (Topal, 2002: 64).

Yeni sağ ideolojisini benimseyen politikacılar iktidara geldiklerinde yaşanan krizi kendilerinden önce iktidarda olan sol hükümetleri sorumlu tutmuşlardır. Yeni iktidarlar, krizin nedeni olarak kendilerinden önceki hükümetler döneminde devletin piyasaya sürekli müdahale etmesi ve sosyalist politikalar uygulamaların sebep olduğunu ileri sürmüşlerdir (Erdoğan, 2008: 102).

Yeni sağ ideolojisi için kısaca üretim ilişkilerini yeniden düzenleyen neoliberal iktisat politikaların uygulayacak devlet biçimi demek yanlış olmaz. Topal'a (2002) göre yeni sağ, tarihsel olarak birbirine rakip olarak kabul edilen iki ideolojinin, liberalizm ve muhafazakârlığın, bir izdivacı olarak görülebilir. Topal, yeni sağı, 1980'lerin "birikim stratejisi" olan neoliberalizmin "hegemonya projesi" olarak değerlendirmektedir.

Taşçier (2018: 652) de benzer şeyleri söylemektedir. Taşçier, neoliberalizmin sistemsel olarak benimsenmesinin ve başka ülkelere de kabul edilmesinin; İngiltere'de Margaret Thatcher'ın, ABD'de Ronald Reagan'ın iktidara gelmesiyle başladığını, 1973 Petrol krizinin, sermaye birikiminin önünde bir engel teşkil etmesi nedeniyle kârlılığın azaldığını, stagflasyon durumunun uluslararası bir problem haline geldiğini ve bir yandan sosyal harcamalar artırılırken öte taraftan vergilerin düşürülmesi sonucunda devletlerin mali bir krizle karşı karşıya kaldığını belirtmektedir. Ancak 1990'lı yıllarda "Washington Mutabakatı" ile kapitalist dünya ortak bir noktaya yönelmiş, bir dizi deney ve yalpalanma sonucunda çözüm olarak neoliberalizm yoluna girmişlerdir.

Özellikle 1970'li yıllarda başlayıp 1980'li yıllarda etkisini artıran yeni sağın ideolojik söylemi, teknolojik gelişmelerin de aracılığıyla dünyayı siyasi, ekonomik ve kültürel alanlarda tek bir pazara dönüştürmüştür. Ülke ekonomilerinin dünya piyasalarıyla bütünleşmesi, ekonomilerin karar alma süreçlerinin kapitalist sermaye birikimi temelinde işlemesine neden olmuştur (Yeldan, 2003: 13).

Kapitalist ülkeler, yaşamakta olduğu ve artık küresel bir krize dönüşen durgunluğu aşmak için piyasaların değişen koşullara göre yeniden uluslararası rekabete açılması çabası içerisine girişmişlerdir. Topal'a (2002) göre kapitalist sistemin girdiği kriz, dış borç geri ödeme sıkıntısı içinde olan az gelişmiş ülkelerde Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası aracılığıyla yeni sağın ideolojisini yaygınlaştırmak koşuluyla 1980'li yıllarda bazı yeni politikalar uygulamaya başlamışlardır. Bundan dolayı neoliberalizm ile yeni sağı birbirinden ayıramayan bir yaşam ortaklığı olarak değerlendirmek gerektiği görüşündedir.

İktisadi küreselleşme ile birlikte artık ekonomide temel belirleyici faktör olan devlet yerini özel sektöre bırakması gerekliliği söylemi ortaya çıkmıştır. Artık devletin yeni görevleri vardır. "Hami devlet" yerini "öğretmen devlet"e bırakmalı, "devletin doğrudan işletmeci

olarak ekonomide oynadığı rol azalmalı” ve “devlet, özel sektöre stratejik yönlendirme desteği sağlamalı” düşünceleri ağırlık kazanmaya başlamıştır (Erdoğan, 2008: 115).

Taşçier'e (2018) göre, ABD ve İngiltere öncülüğünde, ülkelerin neoliberal politikalar uygulamaya başlamasıyla 1970'lerin sonunda bu ülkeler ulusal finans piyasalarındaki kısıtlamaları kaldırmaya başlamışlardır. Gelişmekte olan çoğu ülkede de uygulanan istikrar ve yapısal uyum programlarına bağlı olarak denetimlerin kaldırılması ya da azaltılması hızlanmıştır. Artık IMF ve Dünya Bankası öncülüğünde devletler, serbest piyasa ekonomisi yanlısı politikalar uygulamaya başlamışlardır. Böylece dünya genelinde sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına olanak verecek bir biçimde finansal serbestleşme politikaları oluşmuştur.

DPT'nin 2000 yılında yayımladığı raporunda belirttiğine göre, 1970'li yıllar Bretton Woods sisteminin iflası ve petrol krizi ile başlamıştır ancak uluslararası bankacılık faaliyetleri de önemli gelişmeler göstermiştir. Bretton Woods sisteminin iflasıyla birlikte birçok ülke sabit kur rejimi yerine esnek kur rejimine geçmiştir. Ayrıca ülkeler kambiyo rejimlerini yeniden düzenleyerek sermaye hareketlerini kısıtlayan düzenlemeleri yumuşatmışlardır. Petrol fiyatlarında meydana gelen fahiş artışlar Petrol İhraç Eden Ülkelerin (OPEC) çok yüksek meblağlara ulaşan fonlara sahip olmasını sağlamıştır. OPEC üyesi ülkeler âtıl duran büyük fonlarını sanayileşmiş ülkelerin bankalarına yöneltmişlerdir. Söz konusu bankalar da elinde bulundurdukları OPEC fonlarını uluslararası piyasalara dağıtmaya başlamışlardır. Bunlarla eş zamanlı olarak birçok ülkede mali piyasalarda etkinliği artırmak amacıyla, bankacılık faaliyetleriyle ilgili olarak yeniden bir yapılanmaya girişmişlerdir. Meydana gelen tüm bu gelişmeler 1970'li yıllarda uluslararası finans piyasalarının hızla derinleşmesini sağlamıştır (DPT, 2000: 35).

1980'li yıllarda bilgisayar ve iletişim teknolojilerinde büyük ilerlemeler meydana gelmiş olup bu durum bankacılık işlemlerinde maliyetleri azaltmıştır (Kaplan, 1999: 7). Teknolojinin sunduğu imkânlarla bankalar, türev işlemleri de kapsayacak şekilde yeni mali araçlar kullanmaya başlamışlardır (DPT, 2000: 35).

Sonuç olarak finansal serbestleşme, bilgi teknolojileri ve iletişim alanında meydana gelen devasa ilerlemeler, finansal araçların çeşitlenmesini ve finansal işlem hacimlerinde büyük oranda artışlar meydana gelmesini sağlamıştır.

Galindo ve arkadaşları (2002), pratikte bütün ülkelerin liberalleşme (serbestleşme) süreçlerinin aynı zamanda ve aynı sektörlerde olmadığını belirtmektedirler. 1970'lerin başlarında, gelişmiş olan birçok ülkede finans sektörünün anlamlı olarak liberalleştiğini, aynı yıllarda çoğu gelişmekte olan ülkede finansal sektörün baskı altında tutulduğunu buna rağmen gene de ticaret serbestliğinin sağlandığını söylemektedirler. 1980'lerde ise bu defa gelişmekte olan ülkelerin hızlı bir liberalleşmeye gittiklerini ancak bunun da beraberinde büyük iflaslar getirdiğini belirtmişlerdir.

Finansal serbestleşmenin önce gelişmiş ülkelerde başlamış olup daha sonra da gelişmekte olan ülkelere yayıldığı gibi her ülkenin kendine özgü bir liberalizasyon sürecinin olduğunu da vurgulamak gerekir. Örneğin Türkiye, Meksika ve Singapur uluslararası sermaye hareketlerini her yönüyle serbestleştirirken; Çin ve Şili sermaye hareketleri üzerindeki bazı engelleri kaldırırken bazı kısıltmalarıda devam ettirmişlerdir (Lukauskas ve Minushkin, 2000: 697).

Dünya Bankası (1997), finansal serbestleşmenin, özellikle az gelişmiş ülkelere, önemli faydalar sağlayacağını belirtmektedir. Banka'ya göre finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, yabancı sermayenin yurt içi yatırımları artıracığı görüşü; ikincisi ise yabancı sermayenin yatırım/tüketim harcamalarının meydana getireceği riski azaltacağı görüşüdür. Ayrıca Banka, finansal dışa açılmayla, yabancı sermayenin “bilgi taşıması etkisi” oluşturacağını, kaynakların etkin dağılımını arttıracığını ve gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarını güçlendirerek dolaylı fayda da sağlayacağı görüşündedir.

Öztürk (2007: 251), ekonomik küreselleşmenin dört şekilde ortaya çıktığını bunların; ticaretin küreselleşmesi, emeğin küreselleşmesi, üretimin küreselleşmesi ve finansal küreselleşme olduğunu belirtmektedir. Finansal küreselleşmeye mali küreselleşme de denilmektedir. Çalışmada ekonomik küreselleşmenin finansal küreselleşme yönü ele alınacak, diğer üç unsurun üzerinde durulmayacaktır.

1.1.1. Finansal Küreselleşme ve Çerçevesi

Küreselleşme, 1970'li yıllarda krize giren uluslararası sistemin 1980'li yıllarda yeniden yapılanmasının bir devamı olarak öne çıkan ve çok yönlü bir etkiye sahip olan bir kavramdır. Küreselleşmenin birçok boyutu bulunmaktadır ama bunlardan en önemlisi ekonomik boyuttur. Küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir ayağını da finansal küreselleşme oluşturmaktadır.

IMF 2002 yılında yayımladığı “World Economics Outlook” adlı raporunda küreselleşmeyi kısaca “ticaret ve finansman entegrasyonu,” olarak tanımlamaktadır. Dünya Bankası da aynı yılki raporunda küreselleşmeyi, “dünyadaki ekonomilerin ve toplumların devam eden bütünleşmesi,” olarak tarif etmektedir. Dünya Bankası (2002) “Küreselleşme, Büyüme ve Yoksulluk” adlı raporunda, finansal küreselleşmeyi “piyasaların normal bir şekilde işlevini sürdürebilmesi için sermaye piyasaları üzerindeki kontrollerden kaçınılması ya da bu kontrollerin ortadan kaldırılması.” Şeklinde tanımlamaktadır. Ayrıca Banka, devletlerin piyasalar üzerindeki kontrolleri tamamen kaldırmasını finansal serbestleşme olarak algılanmasının yanlış olacağını da belirtmektedir (IMF 2002 ve World Bank 2002'den aktaran Aydemir ve Kaya, 2007: 266).

Finansal küreselleşmeyi dar anlamda, faiz oranları ve döviz kuru sisteminin üzerindeki kontrollerin ve engellerin kaldırılması ve ulusal finans piyasalarının bütünleşmesiyle oluşan sermaye hareketlerinin serbestisi olarak değerlendirebiliriz (Durusoy, 2000: 1).

Finansal küreselleşme, genellikle hükümetlerin, dışarıdan yatırımları ülkelerine çekebilmek amacıyla finansal sistemin üzerindeki denetim ve engelleri kaldırdığı veya büyük ölçüde azalttığı bir süreçtir. Süreç genellikle, dış ticaret ve yerel finansal piyasaların serbestleşmesiyle başlayıp sermaye hareketleri üzerindeki engellemelerin kaldırılması ile nihayete ermektedir (Keskin, 2008: 5).

Mishkin (2006: 1) finansal küreselleşmeyi, yerel ekonomilere diğer ülkelerden gelen ürün ve sermaye akımları aracılığıyla piyasaların bütünleşmesi ile gerçekleşen bir süreç olarak değerlendirmektedir. Öztürk (2007: 254) de finansal küreselleşmenin “yapısal ayarlama” ve “delokalizasyon” (yer değiştirme) aşamalarından oluştuğu görüşündedir.

Finansal küreselleşme süreci öncelikle sanayileşmiş ülkelerde başlamıştır. Ancak 1980’li yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin de katılımıyla dünya genelinde hâkim hale gelmiştir. Finansal küreselleşmenin sağlanması amacıyla yapılan önemli yapısal değişimler; ulusal anlamda faiz oranları ve kredi sınırlamaları üzerindeki engellerin kaldırılması, döviz piyasalarında kurların serbest piyasada oluşumuna izin verilmesi ve uluslararası anlamda sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıdır. Bu sayede piyasa mekanizmasının etkin işleyişinin önündeki engeller kaldırılmıştır (Öztekin ve Erataş, 2009: 9). Finansal küreselleşme süreciyle uluslararası sermaye hareketleri içindeki banka kredilerinin payı azalırken, portföy yatırımlarının payı artmıştır (Esen, 1998: 60).

Akdiş’e (2000) göre, finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye, daha az risk alarak daha çok kâr elde etmek amacıyla herhangi bir kısıtlanmaya karşılık karşıya kalmadan ulus ötesi alanlara doğru bir akış göstermiştir. Sermaye piyasalarının bütünleşmesi ile uluslararası sermaye hareketlerinin hem hacmi hem de kaynağı artmaya başlamıştır. Finansal serbestleşme sayesinde bir yandan sermaye piyasalarındaki fon miktarlarında önemli artışlar meydana gelmiş, diğer yandan da sermaye piyasalarındaki finansal enstrümanlarda çeşitlilik artışları olmuştur. Bunun sonucunda sermaye piyasaları da artık büyük ölçüde ulusal olmaktan çıkmış uluslararası bir kimlik kazanmaya başlamıştır. Finansal piyasalarda meydana gelen bu değişim önce bankacılık sektöründe ve para piyasalarında başlamış fakat öneminin artması ve hızlı gelişimi sermaye piyasalarında olmuştur.

Finansal küreselleşme sürecinin iç ve dış finansal serbestleşme olmak üzere iç içe geçmiş iki yönü bulunmaktadır. İç finansal serbestleşme faiz oranı ve kur riskleri ile ilgiliyken (yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik politikalar); dış finansal serbestleşme genel olarak DYY ve portföy yatırımları ile ilgilidir (finansal serbestliğin gerçekleştirilmesine yönelik politikalar) (Weller ve Singleton, 2004: 50). Tam finansal serbestlik, ancak bu iki aşama tamamlandıktan sonra gerçekleşebilmektedir.

Öztürk (2007), finansal küreselleşmeye yol açan faktörleri şu şekilde özetlemiştir:

- 1973’teki dolar devalüasyonunun ardından kurların dalgalanmaya bırakılması.
- Finans piyasaları üzerindeki kontrol ve kısıtlanmaların kaldırılması ve finans piyasalarının uluslararası rekabete açılması.

- Ülkelerin Dünya Bankası ve IMF öncülüğünde finans piyasalarında rekabet avantajlarını sağlamak amacıyla ulusal modernizasyon projelerini uygulamaya başlamaları.
- Enformasyon teknolojisindeki gelişmeler ve yeni finansal araçlar.
- 1980'lerde piyasalarda ortaya çıkan boğa etkisi.
- 1980'lerdeki ABD'nin dış ödemelerdeki açıkları, doların düşüşü ve Japon mali piyasalarındaki hızlı gelişmeler.
- Gelişmekte olan ülkelerdeki cari açık ve bütçe açıkları (ikiz açık).
- Uluslararası kuruluşlar.
- 1990'lı yıllarda SSCB'nin dağılması ile kapitalist düşüncenin tek güç haline gelmesi.

Yeldan (2003) ise finansal küreselleşme sürecine yön veren faktörleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Kapitalizmin o güne kadar süren yüksek birikim temposunun meydana getirdiği aşırı üretimin neden olduğu kriz.
- Kapitalist düşünce tarzının egemenliğinde sermaye/emek dengesinde Fordist (kitlesele üretim) endüstriyel ilişkilerin ortaya çıkardığı kâr sıkışması.
- Uluslararası kapitalist rekabette meydana gelen artışlar.
- Finansal sistemin serbestleştirilmesiyle birikim tercihinin sanayi üretimi yerine finansal sermayeye yönelmesi ve spekülâtif bir yapıya bürünmesi

DPT (2000: 34-35), finansal küreselleşme olarak nitelendirebilecek olan uluslararası finansal bütünleşme sürecinin 1980'li yıllarda ivme kazandığını belirtmiş ve bunun nedenlerini şöyle sıralamıştır:

- Sanayileşmiş ülkelerde başlayan ve daha sonraki zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde devam eden dış ticaret ve sermaye hareketlerine tanınan hareket serbestisi.
- İletişim ve teknolojide meydana gelenevasa ilerlemeler ve bu araçların bankacılık sektöründe yoğun biçimde kullanılması.
- Bankaların yanı sıra başka mali kuruluşların da artık uluslararası mali piyasalarda işlem yapmaları.

Causevic'e (2003) göre finansal küreselleşme süreci altı önemli nokta içermektedir. Bunlar:

- Hükümetlerin bankaların kredi politikası üzerindeki kontrollerinin kaldırılması.
- Hükümetlerin faiz oranları üzerindeki kontrollerinin kaldırılması.
- Bankacılık sektörüne girişlerin rahat olması/finans sektörüne rahatlıkla girme.
- Bankaların özerkliği.
- Ticari bankaların ve diğer finansal kurumların özel mülkiyeti.
- Hükümetlerin uluslararası sermaye akımları üzerindeki kontrollerinin kaldırılması.

Causevic (2003: 1), finansal küreselleşme sürecinin faiz oranlarını direk etkilediğini ama sermaye maliyetini, istihdam oranını, yatırımın marjinal verimliliğini ve toplam tasarrufu dolaylı olarak etkilediğini belirtmiştir. Finansal küreselleşme süreciyle birlikte birçok ülke,

sınır ötesi kısıtlamalarını kaldırarak ya da azaltarak yerel piyasalarını liberalize etme çabasına girişmişlerdir.

Eser'e (1993: 89) göre, finansal küreselleşmenin nihai amacı tasarrufları artırmak, yabancı sermaye girişini özendirmek ve mali kaynak kullanımında etkinliği sağlamaktır. Liberalleşme hareketlerinin başarıya ulaşması için öncelikle uygun bir istikrar programı seçilmelidir, ardından da önceliklerin doğru sıralanması gerekir. Bunlardan sonra da ekonomik istikrar, banka düzenlemelerinin etkinliğine bunların denetimi ile uygun faiz politikasının tercihi olduğu söylenebilir.

Birçok ülkenin finansal serbestleşme çabaları içerisinde olmasının temel nedeni finansman sıkıntısı çekmelerindedir. Çünkü finansman sıkıntısı ekonomide baskının oluşmasına neden olmakta bu durum da kaynak dağılımında etkinliği bozmakta ve gerekli ekonomik büyüme oranlarına ulaşmasını engellemektedir.

İlk olarak Ronald McKinnon (1973) ve Edward Shaw (1973) finansal kısıtlamaların kaldırılmasının olumlu bir etkiye yol açabileceğini belirtmişlerdir. Daha sonra Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1980) ve Fry (1980) gibi ekonomistler tarafından bu tez geliştirilmiştir.

Finansal serbestleşme sürecinin iç ve dış finansal serbestleşme olmak üzere iki yönünün olduğunu daha önce belirtmiştik. Finansal serbestleşmenin teorik temelleri, McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından geliştirilen "Finansal Baskı Hipotezi"ne dayanmaktadır. Hipotez korumacı ekonomi politikaları yerine finansal serbestleşmeye yönelmeyi öneren yaklaşımlar içerir. McKinnon ve Shaw'a göre, faiz oranlarındaki meydana gelen artış, tasarrufları artırmaktadır. Özel tasarruflar üzerinde olumlu etkisi olan bir diğer etkense dış ticaret hadleridir. Bu teori, finansal serbestleşmeyle tasarrufların dünya genelinde dağılımının düzeleceğini belirtmektedir. Piyasanın serbestleşmesiyle faiz oranlarındaki eşitsizliğin ortadan kalkacağı varsayımı altında bunun finansal baskıyı ortadan kaldıracağını ve etkin kaynak dağılımını sağlayacağını bunların sonucunda da ekonomik gelişmenin hızlanacağını belirtmektedir.

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), gelişmekte olan ülkelerin baskı altında tuttuğu piyasaların tasarruf oranlarını düşürmelerinin kaynak dağılımında bozulmalara neden olduğunu, finansal piyasaların yekparelik göstermediğini ve dolayısıyla aracı finansal yapıların işlevlerini yerine getiremediğinin altını çizmektedirler. Bu görüş aynı zamanda iktisat teorisindeki faiz oranı ve yatırımlar arasındaki ters ilişkiye sahip olduğu görüşüne muhaliftir. McKinnon ve Shaw'ın temel argümanları, faizlerin düşük ya da eksi olması durumunda tasarrufların bundan olumsuz etkileneceği, bundan dolayı ödünç verilebilir fonlarda daralma meydana geleceği ve bunun da yatırımlar için ihtiyaç duyulan finansman kaynaklarına ulaşılmasını zorlaştıracığı sonuç olarak da toplam yatırımların azalacağıdır. McKinnon faiz oranlarında meydana gelen artışların yurtiçi tasarrufları artırarak ekonomik büyümeyi sağlayacağı üzerine dururken; Shaw ise yurtiçi faiz oranında meydana gelen artışla diğer ülkelere para akışının

hızlanacağını ve ödünç verilebilir fonların miktarında artış sağlanabileceğini söylemektedir (McKinnon 1973 ve Shaw 1973'ten aktaran Doğru vd. 2017: 270/271).

Özetle, McKinnon (1973) ve Shaw (1973), gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal küreselleşmenin tasarrufları artıracığını bunun da ekonomik büyümeyi hızlandıracağını ve enflasyonu aşağı çekeceğini ileri sürmektedirler.

Mangır'a (2006) göre, finansal küreselleşmenin en önemli amacı finansal sistemin bütünselleşmesidir. Bu bağlamda finansal küreselleşme kavramı ekonomiye yapılacak her türlü müdahaleye karşıdır. Finansal regülasyona karşı olup finansal deregülasyondan yanadır. Finansal liberalleşme ile ülke ekonomileri, yatırım/tasarruf dengesizliklerinin neden olduğu kamu kesimi açıklarını finanse etmek ve borç stoklarının ülke dışından fonlar bularak daha ucuz yollarla kapatılmayı amaçlamaktadır.

Teknolojideki, özellikle bilgi teknolojisindeki, gelişmeler finans sektörünü de pozitif olarak etkilemiş böylece yeni ürünlerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Örneğin finans sektörü kredi kartları, otomatik para çekme makineleri, banka kartları, borsa işlemlerinin elektronik ortamda yapılması, elektronik fon transfer (EFT) sistemleri gibi yeni ürünler hizmete sunulmaya başlanmıştır. Finansal yeniliklerin ortaya çıkması durumunda ana etken enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimler; finansal yenilikler süreç olarak ortaya çıkmışsa ana etken teknolojideki gelişmeler olmaktadır (Kaplan, 1999: 2).

Finansal sistemin serbestleşmesi yeni finansal ürünleri ortaya çıkarması yanı sıra uygulanmakta olan birçok finansal araca da yeni fonksiyonlar yüklemiş, finansal araçlarda ve hizmetlerde sistemi yenilikçiliğe zorlamıştır.

1.1.2. Finansal Küreselleşme ve Etkileşimleri

Finansal küreselleşme ile meydana gelen finansal yenilikler ve meydana gelen yeniliklerin hızlı yayılmasını sağlayan temel gelişmeler şunlardır:

Bilişim Teknolojilerindeki Gelişmeler: Başoğlu'na (2000) göre bilişim teknolojileri, iletişim, telekomünikasyon, ulaşım gibi alanlarda meydana gelen yeni gelişmeler, yatırımcıların farklı mekânlarda olmalarına rağmen farklı finansal merkezlerde işlem yapabilmelerine, yapmak istedikleri işlem ile ilgili kararlarını almalarına yardımcı olan enformasyona ulaşmalarına olanak sağlamaktadır. Piyasalar arasında sağlanan bilgisayar bağlantılarıyla finansal ürünlerin takas ve saklama işlemlerinin daha az maliyetlerle gerçekleşmesi ve günün her saatinde dünyanın çeşitli piyasalarında işlem yapılabilmesini sağlamıştır.

DPT'na (2000) göre, 1980'lerde bilişim ve iletişim teknolojileri alanında meydana gelen gelişmeler bankacılık işlemlerinde maliyet düşüşlerini sağlamıştır. Ayrıca gelişen teknolojinin imkânlarıyla bankalar, türev işlemleri kapsayacak şekilde yeni mali araçları kullanmaya başlamışlardır. Elinde buldukları büyük fonları değerlendirmek için yeni

yatırım alanları arayan emeklilik fonları, ortak yatırım fonları, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar uluslararası piyasalardaki faaliyetlerini artırmışlardır.

Teknolojik gelişmeler haberleşme ve iletişim maliyetlerinde önemli maliyet azalmalarını sağlamıştır. 1975-1985 yılları arası bilgi işlem maliyeti %65 oranında azalmıştır. Yine fon maliyetlerinde de önemli azalmalar olmuştur (Öztürk, 2007: 260).

Finansal Piyasalardaki Gelişmeler: Finansal piyasalar son 40 yılda gelişimini hızlandırmış, uluslararası sistemde yeni finansal enstrümanlar ortaya çıkmış ve yapılan finansal işlemlerin hacminde büyük artışlar meydana gelmiştir.

Finansal piyasa dediğimiz tek bir piyasa değildir, kendi içinde de çeşitli bileşenleri vardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), finans piyasalarının para piyasası, sermaye piyasası, menkul kıymet piyasası, kambiyo piyasası (yabancı paralar alınıp satılır ve bu paralar yatırım aracı işlevi görür) ve gayrimenkul piyasasından oluştuğunu belirtmektedir. Merkez Bankası finansal piyasaları, finansal kaynağa gereksinim duyan iktisadi birimlerle finansal kaynak sahiplerinin finansal araçların (hisse senedi, tahvil vb.) alım satımını yapmak suretiyle etkileşimde buldukları platformlar olarak tanımlamaktadır (TCMB, 2015: 2).

TCMB'na göre, finansal kurumları kendi içerisinde finansal kuruluşlar ve kredi kuruluşları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Kredi kuruluşları ile ifade edilen mevduat bankaları ve katılım bankalarıdır. Finansal kuruluşlar olarak adlandırılan yapılarca sigorta şirketleri, bireysel emeklilik veya sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak ya da söz konusu kanunda yer alan faaliyet konularından en az birini yürütmek üzere kurulan kuruluşlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile finansal holding şirketlerinden oluşmaktadır (TCMB, 2015: 5).

Kaplan'a (1999) göre, Bretton Woods sisteminin çöküşüyle sabit kur rejiminden serbest kur rejimine geçilmiş bunun sonucunda faiz ve enflasyon oranlarında dalgalanmalar meydana gelmiştir. Bu dalgalanmaların artması sonucu yeni riskler ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan yeni risklerden kaçınmak isteyen yatırımcılar yeni finansal araçlara yönelik ciddi bir talep göstermiştir. Ortaya çıkan enflasyon ve faiz oranlarındaki hızlı dalgalanmalar mevcut yatırım araçlarının gözden geçirilmesi sonucunu doğurmuştur. Çünkü 1970'lerden sonra önceki yıllara göre finansal piyasalardaki risk artmıştır. Faiz oranlarındaki bu dalgalanmalar sermaye kazançlarını sağladığı gibisermaye kayıplarına da yol açmaya başlamıştır. 1970'lerde bu risklerden kaçınmak amacıyla yeni finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. Bu yenilikler aşağıda listelenmiştir.

- Değişken faizli borçlanma araçlarının ortaya çıkması.
- Finans piyasalarında vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkması.
- Borçlanma araçları için opsiyon piyasalarının ortaya çıkması.

Yasal Düzenlemelerdeki Gelişmeler: Firmalar ve fon sahiplerinin kâr marjını sınırlayan yasal düzenlemelerde finansal yenilikler meydana getirmiştir. Özellikle 1980'li yılların başından itibaren ortaya çıkan deregülasyon akımının akabinde finansal yenilikler ciddi bir ivme kazanmıştır (Kaplan, 1999: 5). Başta bankacılık sektörü olmak üzere birçok alanda

yasal değişikler yapılmış, yeni düzenlemeler getirilmiştir. Finansal liberalizasyon süreciyle hükümetler bankacılık sistemi üzerindeki kısıtlamaları kaldırmış ya da ciddi anlamda azaltmışlardır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başlamasıyla kambiyo denetimleri gevşetilmış, bu da sermayenin küresel ölçekte dolaşmasına olanak sağlamıştır (İnandım, 2005: 5).

Kaplan (1999), yasal düzenlemelerin bir diğer önemli yönünü de vergi mevzuatı olduğunu belirtmektedir. Finansal araçların getirileri vergi tarifelerinin uygulanmasından etkilenmektedir. Bundan dolayı vergi yasaları yatırım araçlarını yeni düzenlemelere göre yeniden düzenlenebilmektedir. Özellikle sermaye kazancına karşı faiz ve temettü getirilerinin farklı vergilendirilmesi piyasaya denge sürecini etkilemektedir.

Ekonomik Büyümenin Hızlanması: Ekonominin büyüdüğü veya ekonomik refahın arttığı dönemlerde finansal kurumlar refah ortamının varlığıyla yeni fikirlere daha açık olmakta uygulama konusunda da daha cesur ve isteklidirler. Durgunluk ve resesyon dönemlerinde ise bunun tam tersi durum söz konusudur. Bu durumda finansal kurumlar riskten kaçınırlar ve likit kalmayı tercih ederler. 1970'li yıllarda uluslararası bankacılık sisteminde ortaya çıkan finansal yenilikler ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir bağ vardır (Kaplan, 1999: 10).

1.1.3. Finansal Küreselleşmenin Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Ekonomik Etkileri

Finansal küreselleşmenin ülke ekonomilerine etkileri ile ilgili farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Finansal küreselleşme sürecini faydalı bulan yaklaşımlar olduğu gibi bunun tersini ileri süren görüşler de mevcuttur. Finansal serbestleşmenin ülkeler için olumlu olduğunu ileri sürenler bu sürecin; global makroekonomik politikalarda iyileşme sağlayacağını, tüketim dalgalanmalarını gidereceğini, kişisel refahı artıracığını, tüketimi ve yatırımları artırarak büyümeyi iyileştireceğini, ithal edilen teknoloji ve bilgi sistemleriyle sermayenin üretkenliğinin artacağını/arttığını ileri sürmektedirler (Calvo,1996; Esen, 1998; Berksoy ve Saltoğlu, 1998; Esen, 1998; Agenor, 2003). Öte yanda finansal serbestleşmenin olumsuzluklarına dikkat çeken görüşler ise büyük çaplı ve stabil olmayan sermaye akımlarının hızlı parasal genişlemeye, enflasyonist baskılara, reel döviz kurunda aşırı değerlenmeye ve büyüyen cari işlemler hesabı açıklarına yol açacağını, ekonomilerde makroekonomik istikrarsızlık ve finansal krizlere neden olacağını ileri sürmektedirler (Oktar, 1995; Yenitürk, 1997; Esen, 1998; Berksoy ve Saltoğlu, 1998).

Finansal küreselleşmenin teknolojik ilerlemenin ve inovasyonların, sermaye hareketlerini güçlendirdiği aşıkârdır. Ancak sermaye hareketlerinin çıkışı ve döngüsünün etkileri ile ilgili aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Gelişmekte olan ülkeler, makro ekonomik şartları düzeltmeden finansal serbestleşmeye geçmesi o ülkelere faydadan çok zarara neden olmaktadır (Altun ve Mangır, 2007: 21). Sönmez (2003), finansal serbestleşme süreci sonrası sermaye hareketlerinin ekonomiyi üç farklı şekilde etkilediğinin belirtmektedir. İlki, serbestleşme ile kâr arayışında olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlanması, yani

sermayenin akışkanlaşması, ikincisi finansal sermayenin reel sektör faaliyetlerinden kopma sürecinin hızlanması ve son olarak ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yıkıcı etkiler meydana getirmesi yani finansal krizlere yol açmasıdır.

Calvo ve arkadaşları (1996: 128) sermaye hareketlerinin büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerde kriz ile sonuçlandığı kanısındadır. Sermaye hareketlerinin bulunduğu ülke üzerinde aşağıdaki etkileri meydana getirmektedir:

- Uluslararası sermaye yatırımları gittikleri ülkenin döviz birikimini artırmaktadır.
- Döviz birikiminin artmasıyla ithalatta artış meydana gelmekte ve para arzı artmaya başlamaktadır. Bunun sonucunda tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ancak ulusal tasarruflarda azalışlar meydana gelmektedir.
- Ünelere yönelen sermaye akımlarının hızının azalması ya da sermaye akışlarının durması söz konusu ülke için cari işlemler bilançosunda ciddi bir dengesizliğe neden olabilmektedir.

Adabag ve Ornelas (2004), ise uluslararası sermayenin finansal piyasalara faydasını şu şekilde özetlemiştir:

- Yatırımcılar için daha geniş bir alanda yatırım yapma olanağı ortaya çıkmakta olup risk ve likidite paylaşımı imkânı artmaktadır.
- Uzun vadede piyasadaki dalgalanmalar azalırken, piyasanın etkinliği artmaktadır.
- Kurallar ve düzenlemelerin kalitesinin artırılmasıyla piyasaya daha nitelikli ve kaliteli bilgi akışı sağlanmaktadır.
- Piyasaların geçişkenliğinin artmasıyla kaynakların etkinliğinin sağlanması ve daha sağlıklı piyasaların oluşması sağlanmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin ülkelerin ekonomileri üstündeki etkisine bakıldığında uzun vadeli sermaye hareketleriyle DYY'nin ekonomi üzerinde pozitif bir etki oluşturduğu, ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerinde negatif bir etkiye sebep olduğu görülmektedir (Vergil ve Karaca 2010: 207).

Finansal küreselleşmenin potansiyel faydaları aşağıda listelenmiştir (Babaoğlu, 2005):

- Tüketim dalgalanmalarını gidermesi.
- Yurtiçi yatırımları artırması ve büyümeyi sağlaması.
- Tasarruf açığını kapatması ya da azaltması.
- Döviz açığını kapatması ya da azaltması.
- Makroekonomik disiplini sağlaması.
- Finansal istikrarın artması.

Tüketim dalgalanmalarını gidermesi: Sermaye piyasalarının liberalize olması ile birlikte ülke ekonomileri dışarıdan borçlanarak ya da dışarıya borç vererek tüketim dalgalanmalarını giderebilmektedir. Bu sayede sermaye akımları, hane halkının harcamalarını istikrara kavuşturarak ekonomik refahı artırmaktadır (Babaoğlu, 2005: 15).

Yurtiçi yatırımlar ve büyüme: Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun ekonomide sağladığı büyüme üzerindeki etkileri çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. Bazı durumlarda finansal serbestleşme büyüme doğrudan etkilerken bazı durumlarda dolaylı olarak büyüme hızlandırmaktadır.

Tasarruf açıklarını gidermesi: Tasarruf açıklarının giderilmesi sermayenin maliyetini düşürülmesi doğrudan fayda sağlarken; uzmanlaşmayı sağlaması, kurum kalitesini artırması büyüme ve yatırımlar üzerinde ise dolaylı fayda sağlamaktadır (Babaoğlu, 2005: 16).

Makroekonomik disiplin: Finansal liberalizasyon ile iyi politikaların getirisinin arttığı ve kötü politikaların sonuçlarının daha da kötüleştiği için politika yapıcıları daha disiplinli makroekonomik politikalar uygulama konusunda teşvik ettiği pek çok yazar tarafından ileri sürülmektedir (Babaoğlu, 2005: 16). Finansal dışa açılımın, devletlerin daha sağlam/güvenilir makroekonomik politika uygulama yönünde verdiği bir söz olarak algılanabileceği yönünde görüşler de mevcuttur (Esen, 1998: 62).

Finansal istikrardaki iyileşme: Babaoğlu'na (2005) göre, finansal serbestleşme, tekel özellikler taşıyan piyasalarda ortaya çıkan aşırı karlılığı normale döndürdüğü, kaynak dağılımını iyileştirdiği ve yatırımların maliyetini düşürdüğü için yurtiçi finans piyasalarının derinliğini ve finansal aracılık sürecinin etkinliğini sağlar. Bu bağlamda yabancı banka girişlerinin pozitif sonuçlar doğuracağı, bankalar arası rekabetin artacağı, yeni bankacılık tekniklerinin yurtiçi piyasalara taşınmasıyla finansal hizmet sunucularının kalitesini ve çeşitliliğini artırılacağı düşünülebilir. Yine, bankalar yolu ile doğrudan veya dolaylı şekilde ülkenin yabancı sermayeye ulaşımı kolaylaşacaktır. Finansal istikrarsızlık dönemlerinde uluslararası bankalar, kredilerin kullanılacağı kurumlarla ilgili olaraksiyasi iktidarlardan gelebilecek baskılardan daha uzak olacağından, kredi portföylerini daha etkin kullanabilirler.

Finansal serbestleşmenin potansiyel maliyetleri aşağıda listelenmiştir (Babaoğlu, 2005):

- Sermaye girişlerinin dağılımında etkinliğin sağlanamaması.
- Ortaya çıkabilecek makroekonomik istikrar kaybı.
- Kısa vadeli sermaye akımlarındaki yüksek oynaklık.
- Yabancı bankaların girişlerinin neden olduğu riskler.

Sermaye akımlarının etkinliğinin sağlanamaması: Sermaye girişlerinin ülke içindeki etkin dağılımının sağlanamaması, bundan dolayı da ekonomik büyüme üzerinde yeterince etkisini gösterememesi, ekonomideki mevcut çarpıklıkların daha çok büyümesine neden olabilir. Finansal serbestleşmeyle yurtiçi yatırımlarının artması durumunda sermaye girişlerinin spekülasyon ve düşük kaliteli bir finansman özelliğini taşıyabilmektedir. Bu durumda yabancı sermayenin uzun dönem büyüme üzerindeki etkisi sınırlı olacaktır. Verimliliği daha az olan ve ticarete konu olmayan sektörlerle yapılan yatırımlar, zamanla ekonominin ihracat kapasitesini düşürerek, dışsal dengesizliklerin artmasına neden olabilmektedir (Babaoğlu, 2005: 18).

Ayrıca fon sağlayıcıları daha riskli olan ve spekülâtif borç verme işlemlerine girişebilirler. Dünya Bankası da gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişlerinin, bankacılık sisteminin portföy kalitesini zayıflatabileceğini belirtmektedir (Babaoğlu, 2005: 19).

Makroekonomik istikrar kaybı: Finansal küreselleşme süreciyle görülmeye başlanan büyük hacimli sermaye hareketlerinin, toplam talebi artırması, hızlı parasal genişlemeye, enflasyonist baskılara, reel döviz kurunda değerlenme ve büyüyen cari işlemler açıklarını ortaya çıkarmaktadır. Böylece yabancı sermaye buldukları ülkelerde makroekonomik istikrar kaybına neden olabilmektedir (Babaoğlu, 2005: 19).

Sermaye akımlarının oynaklığı: Kısa süreli sermaye hareketlerinin yapısından kaynaklanabilecek nakit kaçışları ile karşı karşıya kalması, yerli paraya yönelik spekülâtif ataklar, sermayenin aniden durma ve çıkış tehlikesi, fon alan ülkelerin daha maliyetli borçlanmasına neden olabilmektedir (Babaoğlu, 2005: 24).

Her ne kadar sermaye akımlarındaki oynaklık, küresel faiz oranlarındaki değişim gibi dış faktörlerle ilişkili ise de yerel ekonomik temellerdeki reel faktörler ve algılanan değişimlerle de ilişkilidir. Yatırımcıların ülke ekonomisi ile ilgili algılamaları sürekli olarak yeni gelen bilgilere göre değişim gösterdiği, piyasaların finansal krizlere neden olabilecek kadar büyük ve ani tepkiler verebileceği olasılığı bulunmaktadır (Babaoğlu, 2005: 24).

Yabancı banka girişleri ile ortaya çıkan riskler: Yabancı bankalar, küçük firmalara ve tüketicilere değil de daha büyük ve güvenilirliği yüksek firmalara kredi vermeyi tercih ederek gelir dağılımını, ekonomik çıktıyı ve istihdamı olumsuz etkileyebilir (Babaoğlu, 2005: 24). Yabancı bankaların piyasaya girişi yerli bankalar üzerine de negatif etkileri olabilmektedir.

Calvo'ya (1998) göre, 1990'lı yılların başından bu yana gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalleşmenin bir sonucu olarak oluşan ve önceki yıllara kıyasla büyük oranda artış gösteren dalgalı sermaye akımları ve ödemeler dengesi açığı krizleri ile karşı karşıya kalmışlardır. Finansal serbestleşmenin ardından sermaye akımlarında artışlar meydana gelse de pek çok gelişmekte olan ülke ekonomisi ve geçiş ekonomilerinde büyümeyi desteklemişse de sermaye akımlarındaki dalgalanmalar, merkez bankalarının para politikalarında hedefledikleri parasal büyüme, döviz kuru ve enflasyon gibi değişkenlerde oynaklığa neden olmuştur. Bu dönemde, kalkınma süreçlerinde uluslararası sermaye akımlarını çekmeye öncelik veren bazı gelişmekte olan ülkelerde, sermaye girişlerinde yaşanan ani tersine dönüşler, krizlere ve derin ekonomik küçülmelere yol açmıştır.

Bu krizlerin başlıcaları: 1991 Japonya Hisse Senedi Piyasasının Çöküşü, 1994 Meksika Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya Krizi, 2001 Türkiye ve Arjantin Krizleri, 2008 Küresel Finansal Kriz, 2010 Avrupa Krizi (TCMB, 2005).

Türkiye, Brezilya ve Arjantin'de meydana gelen krizlerin etkisi bu ülkelerle sınırlı kalmıştır. Bu durumun nedeni söz konusu ülkelerdeki krizin diğer krizlere göre daha beklentiler dâhilinde gerçekleşmesidir. Yani bu ülkelerin yapısal sorunları zaten biliniyordu ve makro ekonomik göstergelerindeki olumsuzluklar bu ülkelerde bir kriz olabileceğini yabancı

yatırımcılara sezdirmişti (Altun ve Mutan, 2007: 23). Ancak diğer krizler küresel daralmalara sebep olmuştur.

Altun ve Mutan'a (2007) göre gelişmekte olan ülkelerden Hindistan, Çin ve Afrika ülkeleri küresel finansal krizlerden daha az etkilenmektedirler. Çünkü Çin zaten önemli miktarda cari fazla vermektedir, Hindistan ve çoğu Afrika ülkesinde cari açık vermelerine rağmen bu açık Asya ülkelerindeki düzeye ulaşmamıştır.

Sonuç olarak finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkeler üzerinde hem pozitif hem negatif etkileri bulunmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar ve ülke tecrübeleri de bize bunu göstermektedir.

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Yabancı sermaye kısaca, bir ülkedeki mevcut sermaye stoğuna başka bir ülkenin sahipliğindeki ilave sermaye katkısı olarak tanımlanabilir. Sermaye hareketleri bir ülkeden başka bir ülkeye yapılan nakdi değeri olan varlıkların transferi olarak değerlendirilmektedir.

Finansal küreselleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketlerinde köklü değişimler meydana gelmiş, sermaye hareketlerinde ciddi bir artış olmuştur. Liberalizasyonla birlikte uygulanan dışa açık büyüme stratejisi gittikçe artan sayıda ülkede uygulama alanı bulmuş ve bu gelişme sonucunda da dünya ekonomisinde mal hareketlerinden bağımsız büyük bir miktarda sermaye dolaşımı olmuştur (Eser, 1993; Esen,1998; Akdiş, 2000). Uluslararası sermaye hareketlerinde büyük bir artışın gerçekleşmesiyle, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarına önemli miktarda yabancı yatırımların yönelmesini sağlamıştır (Kar ve Kara 2004).

Gelişmekte olan ülkeler, yerleşik olmayan sermaye akışlarını çekmek için sermaye piyasalarını, finansal sistemlerini, serbestleştirmiş ve yabancı yatırımcılar için geniş ölçüde erişilebilir duruma getirmişlerdir. Ancak 1990'lı yıllarda oluşan yeni dönem sermaye hareketi, ekonomilerin finansman ihtiyacını karşılayan geleneksel sermaye hareketi işlevinden uzaklaşıp, küreselleşme süreci ile daha çok spekülasyon ve kısa vadeli hale gelmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10).

Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin önemli bir kısmı olan banka kredileri 1990'larda yerini DYY'a bırakmıştır. Bu tarih sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinin bileşenleri, borçtan öz sermayeye, resmi kaynaklardan özel kaynaklara doğru yön değiştirmiştir. Kısa vadeli borçlar ilave riskleri de beraberinde getirmesine karşın sermaye girişleri yatırım riskinin dağılmasını sağlamıştır (Baer ve Hargis, 1997: 1813; Ersoy, 2013: 36'dan aktaran Vergili ve Karacan, 2015: 328).

Uluslararası mali piyasalarda 1990'lı yıllarda meydana gelen en önemli gelişme uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesidir. Gelişmekte olan birçok ülke 1980'lerin başlarından itibaren dünya ekonomileri ile entegre olabilmek amacıyla finansal serbestleşme çabasına girişmişlerdir (DPT, 2000: 36).

IMF (1999), uluslararası sermaye yatırımlarını, doğrudan yabancı yatırımlar (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment) ve diğer yatırımlar (other investment) olmak üzere üç kategoriye ayırmaktadır. Gerek IMF'nin çalışma kâğıtlarında olsun, gerek Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) çalışma kâğıtlarında olsun, sermaye hareketleri genel olarak doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç ayrı grupta raporlanmaktadır.

Diğer yatırımlar kalemi, genelde portföy yatırımları içinde takip edilemeyen yurtiçi borçlanmaları, dış ticarete kullanılan kredileri ile nakit kredileri, mevduat ve borç geri ödemelerini içermektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ise aşağıda açıklanmıştır.

1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkede yerleşik olmayan kişilerin ülkedeki yerleşik şirketten devamlı bir paya (bu pay bir şirketteki hisse senetlerinin en az %10'u olması gerekir) sahip olduğu yatırım olarak tanımlanmaktadır (IMF, 2012: 86). Bir yatırımın doğrudan yatırım olarak değerlendirilebilmesi için yatırımcının işletmenin sermayesinde en az % 10 paya sahip olması ya da şirket yönetiminde söz sahibi olması gerekir (TCMB, 2018: 8). DYY, yöneldikleri ülkelere sermaye transferi yanı sıra; finansman teknolojileri, know-how, eğitim ve pazarlama gibi farklı alanlarda da katkılar sağlamaktadır (Yalçiner, 2012: 93). DYY genellikle aynı anda birçok ülkede faaliyetlerde bulunan çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, maddi olmayan varlıkların aktarımını da içermektedir. Bundan dolayı yatırımcının yatırımını kontrol etme yetkisi de vardır.

Öztrük (2007: 271), DYY'da gözlemlenen artışı beş temel faktöre bağlamaktadır, bunlar:

- Yabancı sermaye piyasalarına girişlerin kolaylaşması.
- Teknolojinin sağladığı imkânlar.
- Maliyetleri düşük tutmak.
- Üretim ve dağıtımda küresel esnekliğin yükselmesi.

1.2.2. Uluslararası portföy Yatırımları

Portföy yatırımları genel olarak tahvil, hisse senedi alımlarını ve ticarete konu olan finansal araçların alımlarını içermektedir. Portföy yatırımları, faiz oranlarının ve risk unsurlarının ülkeler arasında farklılık göstermesiyle açıklanmaktadır. IMF'e göre portföy yatırımları, hisse senetleri ile bono ve tahvil gibi borç senetlerine ilaveten para piyasası araçları ve finansal türevlerden oluşmaktadır (IMF, 2012: 91).

Uluslararası portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar rakam olarak karşılaştırıldığında portföy yatırımlarının daha az tercih edildiği görülecektir. Bunun nedenlerinden biri uzun vadede doğrudan yatırımların daha kârlı olmasıdır (Sarılı, 2010: 27).

Genel olarak uluslararası sermaye hareketlerinin, özellikle uzun dönemli yatırımlar şeklinde olanların, üretim ve refah üzerinde olumlu etkilerde bulunduğu buna karşılık kısa dönemli spekülâtif nitelikte sıcak para olarak tanımlanabilecek olan sermaye hareketlerinin, döviz, faiz ve borsadaki arbitraj imkânlarından yararlanarak kar sağlamaya çalıştıklarından krizlere sebep olduğu kabul edilmektedir (Vergil ve Karaca, 2015: 332).

Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasındaki farklar aşağıda listelenmiştir (Genç, 2015; Öztürk, 2001; TCMB, 2005):

- DYY’da şirketin yönetiminde ve denetiminde etkili olunabilmektedir. Ancak portföy yatırımlarında şirketin yönetilmesinde ya da denetilmesinde herhangi bir etki söz konusu değildir, uluslararası portföye yatırımlarıyla yerleşik şirket dışarıdan kaynak elde etmiş olur.
- DYY belirli sektör ya da şirketlere özeldir, portföy yatırımlarında ise belirli sektör ya da şirketle bağlı olma durumu bulunmamaktadır.
- DYY’da yatırımcı sermayeyle birlikte üretim teknolojisini ve işletmecilik bilgisini de yanında götürebiliyorken, portföy yatırımlarında yabancı yatırımcı sadece sermayesini götürmektedir.
- Uluslararası portföy yatırımları iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duymaktadır (yapısı gereği durağan olmadığından).
- DYY hızlı ve güçlü bir sanayileşme ve istikrarlı bir kalkınmanın ateşleyicisi olarak kabul edilmekteyken birçok ekonomiste göre portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere yol açabilmektedir.
- Satın alınan hisse senetleri şirketin, yönetimde söz sahibi olunmaması durumunda, toplam ödenmemiş sermayesinin %10’undan az bir yatırımından meydana gelmesi uluslararası portföy yatırımı sayılırken; % 10’dan fazla bir yatırım ya da yönetimde söz sahibi olunması durumunda doğrudan yabancı yatırım olarak kabul edilmektedir.
- DYY, portföy yatırımlarına kıyasla daha uzun vadeli ve kalıcıdır.

1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Dünya Bankası ve IMF’nin söylemlerine baktığımızda uluslararası sermaye hareketlerinin en önemli nedeni olarak ülkelerin finansman ihtiyaçları olduğunu görürüz. Ayrıca Dünya Bankası’na (2002) göre uluslararası sermaye, devletlerin finansman ihtiyacını gidermesinin yanı sıra ekonomik kalkınmayı hızlandırabilen bir niteliğe sahiptir.

Sermaye akımlarını belirleyen başlıca dört faktör bulunmaktadır (Babaoğlu, 2005: 38):

- Potansiyel arzda büyüme.
- İç talep miktarı.
- Dış etkenler.
- Spekülâtif ataklar.

Günümüzde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin nedenleri ilgili literatürde genellikle "itici faktörler" ve "çekici faktörler" olarak ele alınmaktadır. En önemli itici faktör ise ülkelerin, konjonktürel olarak gevşek bir para politikası izlemesi ve bunun sonucu olarak da uluslararası faiz hadlerinin düşmesi gösterilmektedir (Esen, 1998: 60).

Tarihi süreçte meydana gelen olaylar, uluslararası sermaye hareketlerinin birçok faktöre bağlı olarak meydana geldiğini göstermektedir. Yapılan birçok çalışmada, bir ülkede kaydedilen gelişmeler sebebiyle sermayeyi o ülkeye çeken (içsel, çekici) ve söz konusu ülkenin dışında gerçekleşen gelişmeler sebebiyle sermayeyi o ülkeye iten (dışsal, itici) faktörler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Esen, 1998: 61).

1.3.1. İçsel (Çekici) Faktörler

Yabancı sermayenin bulunduğu ülkelerin şartlarına belirlenen faktörlere içsel faktörler denir. Uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerin başında gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların getiri düzeyi, bu ülkelerde yapılan ekonomik reformlar, büyüme oranlarında meydana gelen artış, fiyat istikrarı, döviz kuru gibi göstergeler gelmektedir (Kar ve Kara, 2004: 72).

Ülkelerin kaynak ihtiyaçları: Ülkelerin finansman ihtiyaçları sermayeyi yönlendiren en önemli faktördür. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruf ve döviz yetersizliği ülkelerin kalkınma programlarının yürütülebilmesi için uluslararası piyasada kaynak sağlanmasını zorunlu kılar. Bir ülkede tasarruf yetersizliği ve döviz yetersizliği aynı anda görülebileceği gibi, ikisi ayrı ayrı veya tek başına da görülebilir (Yalçınar, 2012: 100/101).

Yapısal reformlar: Yapısal reformları, kısaca bir sistemin daha verimli çalışabilmesi ve şoklara karşı daha dayanıklı olması için o sistemin yeniden yapılandırılması olarak tanımlanabilir.

Yapısal reformlar uluslararası sermayenin ivme kazanmasında önemli bir faktör olmuştur. Yapısal değişim programları sayesinde, cari açıkların azaltılması, gerçekçi döviz kuru politikalarının takip edilmesi ve enflasyonun düşürülmesi sağlanabilmektedir. Yapısal reformlar, ülkenin ekonomik yapısının iyileştirilmesine yönelik düzenlemeler yatırımcıların güvenini sağlanması ve piyasaların uyarılmasına açısında önem taşımaktadır (Yalçınar, 2012: 102).

Yatırım araçlarının getiri oranı: Burada bahsedilen yatırım araçları; hisse senedi getiri oranları, faiz oranı, döviz kuru ve özelleştirme faaliyetleridir. Finansal varlıklardaki yüksek getiriler iki faktörden kaynaklanmaktadır. Bunlar, hisse senedi piyasalarındaki fiyat artışları ve yurtiçi faiz oranları yüksekliğidir (Yalçınar, 2012: 105). Döviz kuru ise yatırımcıların elde edeceği reel getiri oranını, döviz kurunda beklenen artış oranına ve yatırımdan beklenen nominal getiri oranına göre belirlenmektedir.

Sermaye hareketlerinin ülkeye gelmesini sağlayan iki önemli içsel koşul söz konusudur. Bunlardan biri, kamu sektörü açıklarındaki azalmalar ya da verimlilik artışı gibi yapısal değişimleri içeren yurtiçi ekonomi politikalarındaki değişimlerdir. Diğerisi ise, mali

ayarlamalar ile ilişkili olmaksızın, ülkede sıkı kredi politikasının izlenmesi ve faiz oranlarının yükseltilmesidir (Aslan, 1997: 77). Sermaye akımlarının nedeni tamamen içsel faktörlere dayanıyorsa bu durumda akımlar karşısında doğrudan politikalar izlenebilir (Esen, 1998: 62).

Sermaye hareketlerindeki önemli artış, büyük ölçüde kalkınmakta olan ülkelerin ekonomik yapısındaki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu gelişmeler, temel ekonomik göstergelerle birlikte beklentilerin iyileşmesini, bazı ülkelerdeki büyük ölçekli özelleştirme faaliyetlerini, özkaynak piyasalarının yabancılarla açılmasını, sanayileşmiş ülkelere göre faiz ve özkaynak kazançlarının yüksekliğini, sermaye piyasasında globalleşmenin artmasını ve büyüme yükünün yapısal olarak özel sektöre kaydırılmasını içermektedir (Aslan, 1997: 77).

İçsel faktörleri Fernandez-Arias ve Montiel çalışmalarında şöyle özetlemektedirler (Montiel vd. 1996'dan aktaran Babaoğlu, 2005):

- Sermayenin uzun dönemde beklenen getirisinde artışa yol açacak geniş çaplı yapısal ve kurumsal reformlar ve makroekonomik politikalarda iyileşme.
- Kısa vadeli makroekonomik politikalar.
- Sermaye kontrollerinin ya da doğrudan yatırımlara uygulanan kısıtlamaların kaldırılması.
- Kaynak dağılımının etkinliğini artıran stabilizasyon programları ve yapısal reformlar.
- Yurtiçi ekonominin sindirme kapasitesinin gelire kıyasla artmasını sağlayan politikalar.
- Uluslararası ticaret haddinde meydana gelen değişimler nedeniyle milli gelirde görülen değişimler.
- Siyasi riskler.

1.3.2. Dışsal (İtici) Faktörler

Literatürde itici faktörler ya da dışsal faktörler olarak adlandırılan bu faktör, uluslararası sermayenin yöneldiği ülkelerin dışında gerçekleşen, küresel faiz ve büyüme oranları gibi sermaye hareketlerini, bir/birçok ülkeden başka bir/birçok ülkeye sevk eden ekonomik gelişmeler olarak tanımlanabilir (Kar ve Kara, 2004: 73).

Esen'e (1998) göre yatırımcı, sermaye getirisinin düşmesiyle birlikte daha fazla getiri elde etmek için ülkeyi terk etmektedir. Küreselleşme, finansal ürün çeşitliliğindeki artışlar, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları ve portföy çeşitlendirme isteği uluslararası sermayenin gelişmekte olan ekonomilerine doğru akmasının neden olan itici faktörlerden bazılarıdır. Eğer sermaye akımlarına neden olan faktörler tamamen dışsal ise akımlar karşısında sadece dolaylı ve telafi edici yöntemler izlenebilir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde meydana gelen artışlar büyük oranda daha fazla kar peşinde koşan yatırımcının gelişmekte olan ülke tahvillerine yönelik ilgisinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik göstergelerin

iyileşmesi ve gelişmiş ekonomilere kıyasla hem hisse senedi hem de tahvil getirilerinin artması bu duruma sebep olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişine neden olan en temel faktörlerden birisi de gelişmiş ekonomilerdeki ekonomik büyüme oranlarının artması olmuştur. Gelişmiş ekonomilerdeki ekonomik canlanma, gelişmekte olan ülkelerdeki ihracat beklentilerini ve dolayısıyla makroekonomik performans ile ilgili beklentileri iyileştirmiş ve şirket karlarını, böylece finansal girişi arttırmıştır.

Dışsal faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Obstfeld, 2008: 1 ve European Central Bank, 2005: 64'ten aktaran Cengiz ve Karacan, 2015):

- Gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve enflasyon oranları.
- Gelişmiş ekonomilerdeki likidite bolluğu ve düşük getiri.
- Faiz hadleri ve iş çevirimi koşulları (sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk gibi).
- Borç verenin sermaye piyasalarına ulaşım maliyetini azalması.
- Uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon akımları.

2. BÖLÜM: YÖNETİŞİM KAVRAMI VE DÜNYA YÖNETİŞİM GÖSTERGELERİ

2.1. Yönetişimin Kavramsal Çerçevesi

Yönetişim, 1980'li yılların sonundan itibaren ekonomi, sosyal ve siyasal kuramların en çok tartışılan konularından biri olup; kamu yönetimi, siyaset bilimi, işletme yönetimi, sosyoloji, uluslararası ilişkiler, coğrafya, ekonomi gibi farklı bilim dallarıyla ilintilidir. Hatta bugün siyaset bilimcisinden sosyoloğuna ve ekonomistine kadar neredeyse tüm kesimler topluma ilişkin tahlillerde yönetim kavramına başvurumaktadırlar (Gündoğan, 2013: 25). Ancak Stoker (1998), yönetişimin odağında ekonomik sistemin gelişimi bulunduğunu belirtmektedir.

Yönetişim (governance) kavramını bugünkü anlamıyla ilk olarak kullanan Dünya Bankası'dır. Dünya Bankası 1989 tarihinde Afrika üzerine hazırlanmış olduğu, "Sahra Altı Afrika: Krizden Sürdürülebilir Büyümeye" (Sub Saharan Africa: From Crisis to Sustainable Growth) başlıklı raporunda ilk kez yönetim (governance) kavramını kullanmıştır. Ancak, kavramı ayrıntılı bir şekilde açıklamamış ve net bir tanımını yapmamıştır. Dünya Bankası söz konusu raporda yönetim kavramını, ekonomik kalkınma ve refah için, hukukun üstünlüğü ve demokrasiyle bağlantılı olarak kullanmıştır. Dünya Bankası raporlarda yönetişimi, "siyasal gücün bir milletin sorunlarını çözmek amacıyla kullanımı" olarak belirtmektedir. 1989'daki raporda Afrika'nın kalkınmadaki problemlerinin temelinde "yönetişim krizi" olduğu ileri sürülmüştür (World Bank, 1989: 5). Söz konusu raporda "yönetişim" ve "iyi yönetim" kavramları yeni bir yönetim politikasını anlatmak için kullanılmıştır.

Dünya Bankası, raporunda yönetişimi sosyo ekonomik kalkınmanın anahtarı olarak gösterince dikkatler bu kavrama çevrilmiştir. Yönetişim, minimal devlet, özelleştirme, sivilleşme, yerelleşme, sürdürülebilir kalkınma gibi kavramlarla vurgulayarak yeni bir paradigma oluşturmuştur.

Sürdürülebilir kalkınmaya çokça vurgu yapan Birleşmiş Milletler (BM), Gündem 21, Kyoto Protokolü, Johannesburg Zirvesi gibi çeşitli vesilelerle "sürdürülebilir kalkınma" ve "yönetişim" arasında güçlü bir bağ olduğuna vurgu yapmıştır. Birçok uluslararası kurum ve kuruluş yönetişimin bir "kalkınma yönetimi" olduğunu vurgulamaktadır (Ağca, 2002).

Dünya Bankası'nın 1989'da yayımladığı ve Afrika'nın "yönetişim krizi" içinde bulunduğunu yani asıl sorunun bir "yönetim krizi" olarak belirttiği raporundan bu yana, yönetim kavramı çoğunlukla kalkınma politikası ve kalkınma problemlerinin yönetimi ile birlikte anılmaktadır (Güler, 2003: 95/96). Yönetişim kavramı ilk zamanlarda daha çok ekonomik ve politik birimlerle ilişkilendirilse de Toprak'a göre toplumsal sermayenin, sosyo kültürel gelişimin, ekonomik sürdürülebilirliğin temelini oluşturmaktadır (Toprak, 2013: 72).

Yönetişimin sadece devlet yönetimi, bürokrasi ya da ekonomik politikalar ile sınırlı ya da ilgili olduğunu düşünmek doğru değildir. Çünkü yönetim, hastane yönetiminden şirket yönetimine, ondan elektronik yönetimine, eğitim yönetimine kadar pek çok alan, kurum ve

kuruluşla ilgilidir. Ancak bu tezde ele alınan konu nedeniyle genel olarak makro yaklaşımlarla konuya değinilecektir.

Yönetişim kavramı yeterince tartışılmadan yaygın bir biçimde kullanılmaya başlanınca, her kesim/grup öncelikle kendi beklenti ve isteklerini yansıtarak kavramı tanımlamaya girişmiş bu beklentilere göre kavrama bir çerçeve belirlenmeye çalışılmıştır (Gündoğan, 2013: 25).

Yönetişim, değişimi hızlandıran, piyasa tabanlı, müşteri odaklı, çıktı ağırlıklı, yerinden yönetimi önemseyen bir yapıdadır. Yeni yönetim anlayışı olarak ifade edilen yönetim kavramı, devlet merkezli yönetim yerine toplum merkezli bir yapıkurma stratejisini esas almaktadır. Yönetişime en sade şekil ile yönetimin demokratikleşmesi demek yanlış olmaz (Sarıca ve Eryiğit, 2018: 62).

Yönetişim, sözlük anlamında “yönetim” kavramının eş anlamlısı olarak kullanılsa da teorik çalışmalarda yönetim biçimlerindeki değişiklikler bağlamında kullanılmakta; “yönetime” yeni anlamlar yüklemekte ve çerçevesini genişletmektedir. Yönetişim kavramının bazı tanımlamaları şöylece özetlenebilir:

Türk Dil Kurumu (TDK) yönetişimi, “resmî ve özel kuruluşlarda idari, ekonomik, politik otoritenin ortak kullanımı,” olarak tanımlamaktadır (TDK, 2018).

Yönetişim Türkiye’de “Corporate Governance” karşılığı olarak kullanılmakta ve yönetim, iletişim ve etkileşim kavramlarının bütünleşmiş bir yansımasıdır (Koçel, 2010: 455).

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) 2002’deki bir raporda yönetişimi “toplumun ekonomik ve sosyal kaynaklarının, siyasal erk ve yetkilerin kullanım,” olarak tanımlamıştır (OECD, 2002: 4). OECD 1995’teki raporda yönetişimi, bireylerin, kuruluşların, kamu kesiminin ve özel sektörün ortak işleri birlikte yönetme biçimi, olarak tanımlamıştır. Bu süreç, çatışılan ya da farklı çıkarların uyum ve işbirliği sağlanarak harekete geçirilmesiyle işleyen bir süreçtir (Güler, 2003: 104).

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP), ülkelerin yönetim kapasitelerinin geliştirilmesinin sürdürülebilir insani gelişimin temeli olduğunu vurgulamış, ayrıca 1997 yılındaki raporda da yönetişimin en kapsamlı çerçevelerinden birini çizmiştir. Yönetişimi, bir ülkenin her seviyedeki ilişkilerini yönetmesinde ekonomik, politik ve idari otoritenin uygulanması olarak tanımlamış, söz konusu uygulamanın da vatandaşların ve toplumsal grupların kendi çıkarlarının sağlanması ve yasal hakların kullanımı için gerekli mekanizmaları, kurumları oluşturma süreci olarak belirtmiştir (UNDP, 1997: 9).

Okçu’ya (2012) göre yönetişim, yönetim kelimesine ‘işteşlik’ eklenmesi ile türetilmiştir. Yönetişim kavramı, yönetme fiilinin elinde bulunduran kişi ya da grubun elinde bulundurduğu yetkilerin diğer aktörlerin de katılımıyla gerçekleşen çoğulcu yönetimi tarafından kullanılmasını ifade etmektedir. Yönetişim modelinde amaçlanan, piyasanın belirleyiciliği içinde, çatışmadan uzak dayanışma içinde, bir yapıdır (Şaylan, 2000: 20). Bir

noktada yönetim devlet eliyle devletin yeniden dizayn edilmesi olarak formüle edilebilir (Zabcı, 2002: 161).

Kavramın önemli kuramcılarında Stoker'a (1998) göre yönetim, kamu kesimi ve özel kesimi arasındaki sınırların bulanıklaştığı bir yönetim tarzına atıfta bulunmaktadır. Stoker, yönetimin nihayetinde, düzenlenmiş kurallar ve kolektif eylem için koşulların oluşturulmasıyla ilgili olduğunu bu nedenle çıktılarının hükümetten (yönetim) farklı olmadığını, farklı olanın süreçler olduğunu söylemektedir. Ayrıca yönetim kavramının dışarıdan dayatmalara direnen bir düzenin oluşturulmasına işaret ettiğini, yönetimin birbirini etkileyen çok sayıda aktörün etkileşiminin sonucu olduğunu belirtmektedir.

Yönetim, daha iyi yönetilen "yeniden yapılandırılmış" bir hükümet biçimi hakkındadır. Yönetimle her biri özerk olan, kendi kendini yönetebilen, aktörler ve bunlar arasındaki ağlara atıf yapılmaktadır. Problemlerin incelenmesinde ve çözülmesinde ilgili aktörlerin kapasitesi yeterlidir. Ancak problemlerin çözümünde sadece idarenin gücüne ve yetkisine dayanılmamalıdır, diğer aktörler de gerekli çabayı göstermelidir. Kamu yöneticileri (seçilmiş veya atanmış yetkililer) ile bilim insanları kavrama politik anlamda; Dünya Bankası ise etkili ve sorumlu devlet anlamında yaklaşmaktadır (Stoker, 1998).

Zabcı'nın Gill'den aktardığına göre Dünya Ticaret Örgütü'nün yetkili isimleri 1990 yılındaki toplantıda yönetimi ekonomik yönüyle, "tek bir küresel ekonominin anayasasını yazma" girişimi olarak belirtmişlerdir (Gill 2001: 11'den aktaran Zabcı, 2002: 156). Özer ise yönetimin artık yaygın bir şekilde ülkelerin kaynaklarının ekonomik ve toplumsal gelişme için nasıl kullanılacağını belirleyen gelenekler ve kurumsal yapılar olarak görülmeye başladığını; süreçteki kararların alınış biçiminin, gücün kullanılış şeklinin ve vatandaşın bu sürece katılımın da yönetimin kalitesini belirlediği düşüncesindedir (Özer, 2006: 65).

Smouts (1998) yönetimin dört önemli özelliğine vurgu yapmaktadır:

- Yönetimin bir kurallar sistemi değil bir süreç olduğu.
- Yönetimin bir egemenlik üzerine değil bir uzlaşma üzerine kurulduğu.
- Yönetimin özel sektör ve kamu sektörü aktörlerini aynı anda içerdiği.
- Yönetimin resmi bir kurum değil sürekli etkileşime bağlı bir süreç olduğudur.

Rhodes (1996), yönetim kavramının en az altı farklı kavrama gönderme yaptığını söylemektedir. Bunlar: minimal devlet, şirket yönetimi yaklaşımlarının benimsenmesi, yeni kamu işletmeciliği, iyi yönetim, toplumsal ve teknik yönetim ve son olarak da kendi kendini örgütleyen bir yönetim ağıdır. Rhodes, yönetimi kendi kendini düzenleyen ağlar olarak ele almış, yönetimden daha geniş bir terim olarak kullanıldığını belirtmiştir. Rhodes, yönetimin dört önemli özelliğine vurgu yapmıştır. Bunlar: örgütler arası bağlılık, ortaklar arası etkileşimde süreklilik, ortaklar tarafında kabul edilen genel kurallar ve yönlendirici otoritenin varlığıdır.

Jessop (1998), yönetim sürecinin özerk olan kurum, kuruluş ve sistemlerin karşılıklı bağımlılıklarından dolayı yapısal olarak birleştiklerini ve heterarşik bir koordinasyon

içerisinde hareket ettiklerini söylemekte, yönetişimin kuram öncesi (pre-teorik) ve eklektik bir yapıya sahip olduğunu belirtmektedir. Yönetişimde belirli bir merkezin bulunmadığını, çoğulcu bir yönetim tarzı olduğunu söylemektedir.

Brown (2002), yönetişimin siyasi faktörlerin etkilerinin azalmasıyla birlikte sivil toplumun bir müdahale aracı olarak kamusal işlerin yönetilme tarzlarına gönderme yaptığı görüşündedir. Hatta ona göre yönetişimin gerçek özünü sadece bir paradoks ifade edebilir.

Yönetişim kavramı birbirine paralel olarak gerçekleşen üç olayla ilgilidir. Bunlardan ilki küreselleşmeyle birlikte ortaya çıkan ulus-devletin egemenlik sınırlarında meydana gelen daralmadır. İkincisi neoliberal iktisat politikalarının işlevsiz kalması ve problemleri çözmemesidir. Üçüncüsü ise devletin sadece ekonomideki rolünün değişmesinin yeterli olmadığını anlaşılmasıdır (Yüksel, 2000: 147).

Yönetişim kavramının ortaya çıkması ile neoliberalizmin sınırlarına ulaştığı düşüncesi, tarih olarak paralellik göstermektedir. Güzelsarı, yönetişimin neoliberalizmin ekonomik verimsizlik sorununa çözüme bulma çabası içerisinde olduğunu söylemektedir. Yönetişim kavramının nutuk olarak toplumsal meşruiyetin kurulmasına, bazı konuların siyasal boyutunu örtmeye aracılık yaptığını belirtmektedir (Güzelsarı, 2004: 14).

1970'li yılların ortalarında büyük vaatlerle ortaya çıkan neoliberalizm, 1980'nin sonlarına doğru farklı alanlarda vaat ettiği gelişmeyi gerçekleştirememiştir. Birçok ülkede baş gösteren enflasyon, işsizlik, yoksulluk eğitim ve sağlık sisteminin bozulması gibi sorunlar çözüme kavuşturulamadı. Bu durum neoliberalizm meşruiyet krizi yaşamaya başlamasına neden olmuştur. Devlet-piyasa ikiliğinin çatışması neticesinde istenilen ekonomik kalkınma seviyelerine ulaşamamıştır. Bu ikiliği dengeleyecek üçüncü bir güç olarak sivil toplum kuruluşları (STK) önem kazanmıştır (Sarıca ve Eryiğit, 2018: 62). Devlet, piyasa ve STK üçgeninde ortaya çıkan bu yeni paradigma yönetişimdir.

Uçkan, yönetişimin demokratik idealler nedeniyle değil; bir yönetilmezliği yönetmek ihtiyacıyla ortaya çıktığını belirtmektedir (Uçkan, 2013:104). Yaşanan bu krize müdahalede geleneksel devlet araçlarının yetersiz kalması, mevcut durumla daha uyumlu ve çözüm üreten yeni bir yönetim tarzı üzerinde odaklanmaktadır.

Şaylan'a (2000) göre yönetişim, yönetebilirlik krizinin mevcudiyeti bu krizine geleneksel devlet müdahaleleri ile sonuca varılamaması ve mevcut duruma daha iyi uyum sağlayabilen yeni bir yönetim şekline duyulan ihtiyaç silsilesi üzerine konuşlanmıştır. Yani yönetişim devletin yönetim ile ilgili işlevsiz ya da yetersiz kalması sorununa bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır. Planlama, öngörme, eyleme geçme ve rekabetle baş etme yeteneği sınırlı devlet gücünü paylaşma yolları öne çıkarılmaktadır.

Yönetişimin ortaya çıktığı yıllarda sosyalist bloğun dağılması ve kapitalist devletlerin 1970'li yıllarda girdiği krizden tam çıkamamış olması ona tarihsel bir avantaj sunmuş, ayrıca liberalizmin temel tezlerini barındırmasına rağmen söylem düzeyinde tarafsızlık ve

başlangıçta herhangi bir ideolojik vurguya sahip olmaması da bu kavramın hızla yayılmasını sağlamıştır (Bayramoğlu, 2004: 8).

Soyupek, Dünya Bankası'nın yönetim stratejisinin iki temel bileşenden oluştuğunu belirtmektedir. Bunlardan ilki hukuki ve siyasi reformlar çerçevesinde gelişirken ikincisi ise strateji devlet dışı aktörlerin karar alma ve uygulama sürecine dâhil edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Ayrıca Soyupek, hukuki ve siyasi reformların amacının küreselleşme yolunda ilerleyen dünya ekonomik sistemine dâhil olmayan ülkeleri, özellikle Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından ortaya çıkan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerini küresel pazarla bütünleştirebilmek için ortaya atılmış bir yöntem olduğu şeklindeki görüşlerin varlığına dikkat çekmektedir (Soyupek, 2018: 296).

Yönetişim kavramı bazı yazarlar tarafından devletin yeniden siyasal/yönetimsel olarak yapılandırılması süreci olarak da ele alınmaktadır. Güler, yönetim için asıl görülmesi gereken, yönetim sözcüğünün siyasal ve yönetimsel iktidar sahipliğini değiştirmeye dönük bir öze sahip olduğu tezini ileri sürmüştür. İktidarın yeni sahiplerinin ise yönetişimin sermayeye açtığı iktidar sandalyesiyle kamu kudretini kapitalizmin egemen sınıfına teslim edilmesi manasına geldiğini belirtmiştir (Güler, 2003: 95).

Yönetişim, “yönetimin demokratikleşmesi” olarak kabul edilebilir. Yönetişim, hem siyasal sistemin hem de iktisadi sistemin demokratikleştirilmesine yeni boyut katmıştır. Buradaki demokratikleşmeden kastedilen, çoğulcu demokrasi ve müzakereci bir siyasi yapı ve piyasaya giriş ve çıkış başta olmak üzere ticaretin akışına yönelik sınırlamaların ve engellerin kaldırıldığı iktisadi sistemin oluşturulmasıdır (Sarıca ve Eryiğit, 2018: 62).

Güler, Dünya Bankası'nın yönetişimi üç farklı boyutta tanımladığını belirtmektedir. Bunlardan ilkinde, yönetişimin bir “sistem” olarak tanımlandığı iddiasıdır. Daha somut bir ifadeyle yönetişimin, yönetimin bir alternatifi olduğu ve ondan daha geniş bir anlam taşıdığıdır. Yönetişim "yeni dünya düzeninin bir parçası olan ve bir minimal devletin nezaret ettiği demokratik kapitalist yapı," gayesindedir. İkincisi yönetişimin bir “siyasal rejimi” tanımlandığıdır. “Geleneksel liberal kural olan kuvvetler ayrılığı üzerine inşa edilmiş demokratik yönetime sahip, çoğulcu temelde serbest ve düzenli temsili demokratik süreçlerle belirlenen başkanlık ya da parlamenter sistemin, yürütme erkinin etkileme ve denetleme kapasitesi olan siyasal rejim”. Kavramın üçüncü anlamı “yönetimle” ilgilidir. Etkin, bağımsız, saydam, hesap sorulabilen bir kamu yönetimi yapısı oluşturma çabasıdır (Güler, 2003:102).

Yönetim (government) kelimesi ile eşanlamlı olarak kullanılan yönetim kavramı Dünya Bankası raporunda; sistemik, siyasi ve idari olmak üzere üç farklı boyutta tanımlanmıştır. Öncelikle sistem olarak tanımlanan yönetim yönetimden daha geniş anlamda, siyasal ve ekonomik iktidarın bölüşülmesi anlamında kullanılmıştır. İkinci olarak demokratik rejime dayanan siyasal rejim tanımlanması amacıyla kullanılmıştır. Üçüncü ve son olarak yönetim;

etkin, bağımsız ve hesap verebilen bir kamu yönetimi yapısı olarak tanımlanmıştır (Soyupek, 2018: 293).

Soyupek'e göre yönetim kavramın ortaya çıkma nedenlerinden birisi de aktörler arası yakınlaşmayla ilgilidir. Soyupek, uluslararası kuruluşların etkinliğinin artmasından sonra ulus devletin müdahale alanının sınırlandırıldığı, özel sektörün kamu hizmetleri vasıtasıyla kamu sektörüne yaklaşması ve sonuç olarak çoklu aktörler arasındaki işbirliği ve koordinasyon gibi etkenlerin olduğunu ileri sürmektedir (Soyupek, 2018: 293).

Sarıca ve Eryiğit (2018), yönetişimin özellikle uluslararası finansal kurumların öncülüğünde dünyaya ihraç edilip yayıldığını, bu yayılma sürecinin merkezinde kredi veren uluslararası kurumların, yönetişimi kredilerine koşul olarak şart koştuğunu, bunun sonucunda da kavramın hem az gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere benimsenmesine sebep olduğunu belirttikler. Sarıca ve Eryiğit'e göre az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yönetişimi rasyonel bir bakış açısı ve gönüllü olarak değil, uluslararası finans kuruluşları tarafından neoliberal politikaların kredi alan ülkelere uygulanabilirliğini garanti altına almak amacıyla transfer edilmektedir.

Zabcı (2002) da benzer bir yaklaşım içerisindedir. O'na göre, ülkelerin Dünya Bankası'na güvenirliliği yönetim kalitesi ile ilgili düzenlemeler oluşturmaktadır ve durum da ülkelere kredileri verilip verilmeyeceğini etkilemektedir. Yönetişim, temelinde uluslararası sermayenin rahat dolaşımını sağlayacak koşulları oluşturma gayretidir. Bayramoğlu (2004) da 1990'ların başından itibaren borç isteyen ülkelere kamu alanındaki reformların benzer şekillerde gerçekleştirildiğini, borçlu veya üye devletlerin bu yaklaşımı benimsemesiyle bu devletlerin iç politikaları ve ekonomik politikaları, uluslararası kuruluşlarca yakından takip edildiğini belirtmektedir.

Öztürk, yönetim kavramının statükoya bir karşı çıkış olduğu düşüncesindedir. Bu karşı çıkışın daha halka sunulan hizmetlerin kalitesinin artması ve daha etkin bir hizmet sunulması anlamına geldiğini vurgulamaktadır (Öztürk, 2002: 28).

Kiely, Doğu Asya'daki ekonomik kalkınma modelinden esinlenen Dünya Bankası'nın, az gelişmiş ülkelerin temel sorunu olarak özel sektörün büyümesine elverişli bir ortam oluşturmamaları olarak gördüğünü, bu durumdan kurtulmanın yolunun da "piyasa dostu devlet" politikalarının izlenmesi gerektiği görüşündedir. Dünya Bankası "piyasa dostu devlet" kavramı ile özel sektör için gerekli olan bu ortamın oluşturulabileceğini iddia etmektedir (Kiely, 1998: 68'den aktaran Güzelsarı, 2004: 15).

Zabcı (2002: 162), yönetişimin iki hat üzerinden geliştiğini belirtmektedir. Bunlardan ilkinin sermayenin uzun zamanlı çıkarlarını korumak amacıyla hukuki ve siyasi düzenlemelerin yapılmasıdır. Yapılacak bu düzenlemelerle piyasa ekonomisine uygun bir piyasa demokrasisi modeli oluşturulacaktır. İkincisinin ise yoksulların ve çevrenin korunması söylemi etrafında sivil toplum unsurlarını devreye sokarak, yapısal uyum programlarının sosyal risklerinin

azaltılması, bu programa bir siyasal meşruluk zemininin sağlanması olduğunu ileri sürmektedir.

Yönetişim kavramı birçok kurum, kuruluş, kişi tarafından ele alınması ve tanımlanmasına rağmen üzerinde uzlaşılan tek bir tanımı yoktur. Sobacı'ya göre bunun iki nedeni bulunmaktadır: Birincisi yönetim kavramının ilişkili olduğu alanlarla ilgilidir, yani hukuktan siyasete, kamu yönetiminden işletmeye ve uluslararası ilişkilere kadar birçok bilim dalı ile ilgili olması. İkincisi ise yönetişimi kavramının mekânsal ölçek uygulanırlığıyla ilgilidir. Çünkü yönetim yerel (bölgesel), ulusal ve uluslararası ölçeklerde uygulama zemini bulmaktadır (Sobacı, 2007: 220).

Özer'e (2006) göre yönetim süreci içerisinde bulunan aktörler ve kurumlar, uzun vadeli bir işbirliğine yönelik olarak kendi kaynaklarını, becerilerini ve amaçlarını geliştirip standart bir davranış kapasitesine ulaştıracaklardır. Bu durumda da roller, normlar ve değerler sistemi ortaya çıkacak ve gelişecektir.

Yönetişim ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde yönetişimin birçok tanımının yapıldığı görülmektedir. Soyupek (2018: 294), yapılan tanımların üzerinde uzlaştığı noktaların olduğunu belirtmektedir. Birincisi yönetim ile kamu kesimi ve özel kesim arasındaki sınırların neredeyse ortadan kalktığı veya oldukça belirsizleştiği bir ortamda yeni yönetim biçiminin geliştirildiğidir. İkincisi ise sorunların tek taraf kapasite veya kaynak kullanımıyla çözülemeyeceğini aktörler arası karşılıklı etkileşim sürecini oluşturma çabası olduğudur. Üçüncüsü ise yönetimde açıklığın ve şeffaflığın sağladığıdır.

2.2. Yönetişim ve Yönetim

Yönetişim, yönetim kavramının yerine kullanılmasına rağmen ondan çok daha geniş anlamları barındıran ondan daha kapsayıcı bir kavramdır. Yönetişim, devlet kurumlarını da içerirken aynı zamanda, hükümet dışı, gayri resmi (kişiler, organizasyonlar vb.) kurumları da içeren yönetimden öte bir kurumlar ve aktörler bütünü olarak görülebilir.

Özer (2006), 20.yüzyıl ile 21.yüzyılın yönetimanlayışının yönetimden yönetişime geçilmesinden dolayı köklü değişikliklere uğradığını; merkeziyetçilik yerine yerelliğin, üniter yapı yerine federalizmin, katı bürokrasi yerine katılımın, kapalılık yerine açıklığın, hiyerarşi yerine hesap verebilirliğin yer almaya başladığını ve bunun “yönetsel bir devriminin” olduğunu belirtmektedir.

Yönetişim, yönetimin yukardan aşağı tek taraflı karar alma süreci yerine birlikte yönetmeyi öngören/öneren bir sistemdir. Yönetişimin temelinde “katılımcılık” yer almaktadır. Bundan dolayı STK ve özel kesimin de yönetimden, karar almaya ondan denetime kadar bütün aşamalara katılmasını öngörür.

Baştan da değinildiği gibi yönetişim, “birlikte düzenleme” veya “birlikte yönlendirme” temeline dayanmaktadır. Buradaki birliktelik, kamu kesiminin ve özel sektörün lokal, ulusal, bölgesel ve uluslararası düzeylerde bir araya gelmesiyle oluşacaktır. Bu durum da devlet ve

toplum arasındaki ilişkilerin yeniden ele alınmasını ve yeni bir yönetme şekline yol almaktadır (Güzelsarı, 2004: 19). Yönetim daha çok formel ve yasal işlemler ve süreçler ile ilgiliyken, yönetim daha çok enformel ilişki ağlarına dayalı bir yönetim biçimini ifade etmektedir (Bayramoğlu, 2004: 10).

2.3. Yönetişimin Boyutları ve Aktörleri

Yönetişim kavramının en temel özelliği, yönetim ve karar alma süreçlerinin tüm paydaşların katılımı ile gerçekleşeceğini öngörmesidir (Toksöz, 2008: 17). Yönetişimde, vatandaşın ahlaki, hukuki ve siyasi haklarına sahip çıkması ve sorumluluk alması gerekliliği vurgulanmaktadır (Gündoğdu, 2013: 35). Gerek yönetişimin boyutları gerekse aktörleri incelediğinde bu nokta temel hareket noktasıdır. Bir diğer önemli nokta meşruiyettir. Siyasal güç varlığını meşru bir zemine dayandırmalı ve vatandaşın talepleri de meşru olmalıdır (Özer, 2004: 62).

Dünya Bankası raporlarına bakıldığında Banka'nın, yönetişimin ekonomik, siyasi ve idari boyutlarının varlığına vurgu yaptığı görülecektir. UNDP 1997 yılında yayınladığı bir raporda, yönetişimin ekonomik, siyasi ve idari olmak üzere üç önemli boyutunun olduğunu ifade etmiştir (UNDP, 1997: 2). Yine UNDP, yönetişimin üç önemli aktörünü devlet, özel sektör ve sivil toplum olarak belirtmekte, her birinin kendine has özellikleri olduğunu söylemektedir (UNDP, 1997: 3). Yönetişim devleti kapsar, ancak özel sektör ve sivil toplum örgütlerini dâhil ederek devleti aşmaktadır. Burada devlet, siyasi ve kamu sektörü kurumlarını içerecek şekilde ele alınmaktadır.

Yönetişimin bu üç boyutunu kısaca şu şekilde açıklayabiliriz:

Yönetişimin ekonomik boyutu: Yönetişimin ekonomik boyutu, ülkelerin bulunduğu ekonomik faaliyetleri ve diğer ekonomilerle olan ilişkilerine etki eden karar verme süreçleri ile ilgili olup; yoksulluk, yaşam kalitesi, eşitlik, sürdürülebilir kalkınma gibi kavramları içermektedir. Yönetişimin yoksullukla mücadeleye öncelik vermesi, sürdürülebilir bir çevresel ve ekonomik kalkınmayı etkin kılmaya çalışması ve istihdam oluşturmak için gerekli fırsatları ve kapasiteyi geliştirmesi ekonomik boyut ile ilgilidir (Gündoğan, 2013: 22).

Yönetişimin siyasi (politik) boyutu: Yönetişimin siyasi boyutu politika üretme ve karar verme sürecine ilişkindir. Vatandaşların karar alma süreçlerine bizzat ya da dolaylı olarak katılmaları ve böylece şeklen bir demokrasiden öte gerçek bir demokratik uygulamayı amaçlamaktadır. Siyasal boyutta yönetim, devletin meşruiyetini ve şeklen yönetimini değil, karar süreçlerinde aktif yer alan vatandaşlar öngörmektedir (Gündoğan, 2013: 22).

Yönetişimin idari (yönetmel) boyutu: İdari boyut ise, politikaların uygulandığı sistemdir. Sistemin etkin, bağımsız, saydam, hesap verebilir, dolayısıyla denetlenebilen bir kamu hizmeti üretmesi beklenir (Gündoğan, 2013: 22). Yönetişimin idari boyutu etkin, saydam, bağımsız, hesap verebilir, dolayısıyla denetlenebilen bir kamu hizmetine işaret etmektedir. (Sobacı, 2007: 223).

Yönetişimin, kamu yönetimi (devlet), özel sektör ve sivil toplum kuruluşları olmak üzere üç önemli aktörü bulunmaktadır. Bu aktörler kompleks bir sistemi ve bunların kendi aralarındaki ilişkiler ağını ifade etmektedirler (Sobacı, 2007).

Devlet: Aktörlerden ilki, kamu gücünü yönetişime kadar tek başına kullanmış olan devlet ya da kamu yönetimidir. Devlet; siyasi kuruluşlar ve kamu sektörü kuruluşlarından oluşmaktadır. Yönetişimin felsefesine göre devlet, vatandaşlarına daha etkin ve hızlı hizmet sunmaya çalışmalıdır. Devlet, hukukun üstünlüğünü koruyarak, sosyo-ekonomik standartları düzenlemeli, sosyal ve fiziki altyapılar geliştirip sosyal güvenlik ağları ile sivil koruma sağlayarak, kalkınma için siyasi ve yasal bir çerçeve oluşturmalıdır (Maliye Bakanlığı, 2003: 2).

Gerekli kamu hizmetlerini sunmak, vatandaşın haklarını korumak, çevreyi korumak, istikrarlı makroekonomik koşulları oluşturmak, altyapı ve planlama, güvenlik, sosyal uyumu korumak, fırsat eşitliğini sağlamak, sosyal, ekonomik ve politik katılım vb. kaynaklara erişimi sağlamak devletin görevidir (UNDP, 1997: 5).

Yönetişimde devletin ekonomiye doğrudan müdahalesine karşı çıkmaktadır. Ancak, devletin ekonominin işleyişinde gerekli kuralları ve düzenlemeleri sağlayarak süreci güçlendirmesi gerekliliğini taşımaktadır (Güzelsarı, 2004: 20). Ayrıca yönetim sürecinde devletin gerektiğinde kurallar koyma ve düzenlemeleri yapma ve gerektiğinde bunları değiştirebilme ya da yenilerini yapabilme kapasitesi taşınmalıdır (Peker, 1996: 33).

Özel Sektör: Yönetişimin ikinci aktörü olan özel sektör, hukuksal adıyla şirketler ya da sosyolojik etiketiyle sermaye kesimini işaret etmekte olup, özel sektörün bir kısmı toplumun "lokomotif gücü" olarak kabul edilmektedir (Güler, 2003: 114).

Devlet kalkınma için büyük bir güçtür ancak iktisadi kalkınma için tek başına yeterli değildir. Sürdürülebilir insani gelişme ve kalkınma için özel sektörün işlevselliği de önemlidir. Artık çoğu ülke, özel sektörün istihdam için çok önemli olduğunu kabul etmektedir. Ülkeler, özel sektörün daha etkin ve rekabetçi olması için özel sektörü teşvik etmeli ve onu desteklenmelidir (UNDP, 1997: 5/6)

Ekonomik alanda faaliyette bulunan özel kişilerin veya kuruluşların bütünü olarak değerlendirebileceğimiz özel sektör; istihdam yaratma ve gelir kaynağı oluşturma, üretimde bulunma, ticaret, beşeri kaynakların geliştirilmesi, hizmet sunma ve kurumsal standartlar meydana getirme yoluyla ekonomik büyüme ve kalkınma sağlamaktadır (UNDP, 1997).

Sivil Toplum Kuruluşları: Yönetişim kapsamında yer alan üçüncü aktör olan STK'lar, birey ile devlet arasında yer alan ve kar amacı taşımayan sosyal yapılardır. Bu yapılar gönüllülük esasına dayanan, otonom yapıda olan, devletten özerk ve özel kesim ile devlet arasında aracı niteliğinde yapılanmalardır. Sivil toplum kuruluşları, toplulukları organize eden, eğitim, ekonomik ve sosyal hayata katılımı sağlamaya çalışan, siyasi ve sosyal etkileşimi kolaylaştırma gayreti gösteren, dayanışmayı artırarak ve kültürleri besleyerek özgürlük, eşitlik, sorumluluk ve kendini ifade etme temelini oluşturmaya çalışırlar (Maliye

Bakanlığı, 2003: 2). Sivil toplumun başlıca unsurlarını şu şekilde sayabiliriz; ‘özel girişimciler’, ‘egemen tüketiciler’ ve ‘yoksul ve güçsüz gruplar.’ STK aracılığıyla vatandaşlar; edilgen, pasif, korunmaya muhtaç bir konumdan; aktif ve etkin bir konuma gelmesi amaçlanmaktadır.

Dünya Bankası (1997), yönetimle ilgili kamu sektörünü destekleyecek bir sivil toplum betimlemektedir. Banka'ya göre, yönetişimin gerekleri olan şeffaflık ve hesap vermeye yönelik standartların yakalanmasında devlet aktif olarak yer almalıdır. Devlet bu anlamda özel sektörün "tamamlayıcısı" durumundadır. Çünkü ülkelerin izleyeceği politikalar, pazar için kurumsal temelleri oluşturmada önemlidir. Devlette ya da kamu sektöründe yapılmak istenen düzenlemeler için sivil toplumun bir baskı unsuru olarak kullanılması ya da istenen düzenlenmeleri desteklemesi sorumluluğu vardır.

Sobacı, STK'ın karar verme ve denetleme süreçlerine katılmasının yönetişimin uygulanabilirliği açısından önemine vurgu yapmış ve bunun sebebinin de sivil toplum kuruluşları olmaksızın kamu yönetiminin etkin olması, sorumluluk taşınması, şeffaf olması ve alınan kararların meşruluğunu sağlayan katılımın artırılmasının mümkün olmaması, olarak belirtmiştir (Sobacı, 2007: 331).

Yönetişimde, anayasal olarak belirtilen istisnalar dışında baskın bir aktör olmamalıdır. Yönetişim sürecinde toplumun ihtiyacı ve tercihi belirleyici olmalıdır çünkü bu onun özüdür (Gündoğdu, 2013: 32). Yönetişim bu aktörlerin uyumundan beslenmektedir.

2.4. Dünya Yönetişim Göstergeleri

Yönetişim kavramını ortaya atan ve onun yaygınlaşmasına öncülük eden Dünya Bankasıdır. Dünya Bankası, yönetim kavramını sadece geliştirmekle kalmamış, siyasi söylem ve projeler vasıtasıyla uygulama kısmını da etkilemiştir (Bayramoğlu, 2004: 12/13).

Dünya Bankası 1992 yılındaki raporunda yönetişimi, ‘sağlıklı kalkınma yönetimi’ ile eşanlamlı olarak değerlendirilmiştir (World Bank, 1992: 3). Dünya Bankası kalkınma yöntemi ile yönetişimi aynı anlamda değerlendirmekte ve iyi bir yönetim için hesap verebilen, bağımsız bir yargı ile yansız bir kurallar bütününe bulunduğu, özel sektörün yeterince bilgilendirildiği ve saydam olan bir süreci belirtmektedir (World Bank, 1992: 15). Dünya Bankası, daha çok yönetim kavramının teknik boyutuna vurgu yapmakta, kavramı idari ve yönetsel öğelerle açıklamaktadır. Dünya Bankası'nın yönetim için yaptığı başka bir tanım da şu şekildedir: “Yönetişim, bir ülkenin ekonomik ve sosyal gücünün kalkınma amacıyla yönetimde yetkinin kullanılma tarzıdır” (World Bank, 1992: 3).

Dünya Yönetişim Göstergeleri (DYG), Dünya Bankası tarafından çalışmaları desteklenen Dünya Bankası'nın önemli araştırmacılarından olan Brookings Enstitüsünden Kaufmann, Kraay ve Zoido tarafından 1999 ve 2002 yıllarında başlatılan bir veri setidir. Daha sonra bu veri setinin geliştirilmesi ve güncellenmesi konusunda Kaufmann ve Kraay 2002 yılında ve Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi 2003 yılında önemli katkılarda bulunmuşlardır. Çalışmada

kullanılan endeksler çeşitli hesaplamalar ve birçok kurum/kuruluşun çalışmaları esas alınarak oluşturulmaktadır. Oluşturulan endeksin sayı değerleri, -2,5 ve + 2,5 puan aralığında yer almaktadır. Endeksteeki yüksek puanlar daha iyi bir yönetişimin göstergesi iken, düşük puanlar yönetişimin kötü olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 11).

Kaufman, Kraay ve Mastruzzi'nin yönetişim göstergeleri ile ilgili yazdıkları Yönetişim "Göstergeleri Metodolojisi ve Analitik Sorunlar" raporunda: Dünya Yönetişim Göstergeleri endüstriyel ve gelişmekte olan ülkelerde çok sayıda kurum, vatandaş ve uzman araştırmacı tarafından sağlanan, yönetişim kalitesi hakkındaki görüşleri özetleyen bir araştırma veri seti olduğunu belirtmektedirler. DYG verileri birçok araştırma enstitüsünden, düşünce kuruluşlarından, sivil toplum kuruluşlarından, kamu kuruluşu, uluslararası kuruluşlardan ve özel sektör firmalarından toplanmaktadır. Ayrıca raporda buradaki verilerin Dünya Bankası tarafından kaynakların tahsisi ile ilgili kullanılmadığı da belirtilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 2).

Dünya Bankası'nın 215 civarı ülke ve bölgeyi kapsayan "Dünya Yönetişim Göstergeleri" Raporu'nda, ülkelerin performansı 6 ölçüye göre değerlendirilmektedir. Dünya Bankası'nın hazırladığı DYG verileri 1996 yılından 2002 yılına ilişkin ikişer yıllık veriler yayımlarken 2002 yılından bu yana her yıl için veri yayınlamaktadır. 2018 yılı itibariyle 215 civarı ülkeyi kapsayan bu veri seti, devletlerle ilgili altı temel noktada yönetişim kalitesini ölçen notlara dayanmaktadır. Yapılan araştırmaların objektif olabilmesi için DYG'ni oluşturan notlar kamu kuruluşları, sivil toplum örgütleri, hanehalkı, firma araştırmaları ve ticari bilgi sağlayıcılar da olmak üzere 35'in üzerinde bağımsız kaynaktan alınan yüzlerce veri (340'tan fazla değişkene) dayanmakta, bunların değerlendirilmesi suretiyle elde edilmektedir. Dünya Yönetişim Göstergeleri ülkelerin kurumsal kalitesini ölçen en kapsamlı endekslerdendir (World Bank, 2018).

Kaufman, Kraay ve Zoido üç ana başlık ve altı temel boyutun ölçülmesinde kullanılan endeksler oluşturmuşlardır. Bu üç ana başlığın her birine karşılık gelen iki yönetişim ölçüğü oluşturmuşlardır. Bunun sonucunda toplam altı boyutlu yönetişim endeksi karşımıza çıkmaktadır (Kaufmann vd. 2010: 4).

- 1) Hükümetler tarafından seçilen, izlenen ve değiştirilen süreçler:
 - İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik.
 - Siyasal istikrar ve şiddetsizlik.
- 2) Hükümetlerin sağlıklı politikaları etkin bir şekilde formüle etme ve uygulama kapasitesi:
 - Hükümetin (Yönetimin) etkinliği.
 - Düzenleyicilerin kalitesi.
- 3) Ekonomik ve sosyal etkileşimleri yöneten kurumlara karşı vatandaşın ve devletin saygısı:
 - Hukukun üstünlüğü.

➤ Yolsuzluğun kontrolü.

İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik: Birbiriyle ilintili olan, fikir hürriyeti, özgür basın algısı, örgütlenme hakkı, dernek kurma hakları ile siyasi sorumluluk, siyasi katılımçılık gibi değişkenleri içermektedir (Kaufmann vd. 2010: 4).

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Siyasi haklar ve siyasi kurumların işleyişi, örgütlenme özgürlüğü, gösteri ve toplantı yapma hakkı, demokrasi, politik haklar, politika oluşturmada saydamlık, seçimlere olan güven, adil ve serbest seçimler (World Bank, 2018).

Siyasal (politik) istikrar ve şiddetsizlik: Hükümetin, anayasaya aykırı, politik kaynaklı şiddet içeren veya terör gibi hukuksal olmayan ve şiddet içeren yollarla istikrarsızlaştırılması, düşürülmesi veya görevinden uzaklaştırılması ihtimallerini kapsar (Kaufmann vd. 2010: 4).

Çeşitli alt endekslerden temin edilen veriler çerçevesinde nicel olarak ölçülen siyasal istikrar ve şiddetsizlik göstergesi, rejim tipi ne olursa olsun esasen yönetimin öngörülebilirlik düzeyini belirlemeyi amaçlar.

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında siyasi istikrar ve şiddetsizlik endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Silahlı çatışmalar, iç savaş olasılığı ya da iç problemler, protestolar ve isyanlar, sosyal huzursuzluklar, terör olaylarının varlığı, siyasi cinayetlerin sıklığı, güvenlik riski, etnik, dinsel, bölgesel nitelikteki çatışmalar ve hükümet istikrarı (World Bank, 2018).

Yönetimin (hükümet) etkinliği: Sunulan kamu hizmetlerinin niteliği ve bunların politik baskılardan bağımsızlığı, politikaların yapım ve icrasının kalitesi, hükümetlerin bu politikaları benimseme derecesi ve bunun uyandırdığı itibar algısı olmak üzere çeşitli değişkenlerden oluşan ve esasında, kamu sektörünün işleyişinde politik tercihlerden bağımsızlığı ve etkinliği ölçen bir kurum olarak tanımlanabilir (Kaufmann vd. 2010: 4). Hükümet etkinliği kamu hizmetlerinin ve bürokrasinin kalitesi ile ilgilidir.

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında hükümet etkinliği endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Toplu taşıma sisteminden memnuniyet, altyapı çalışmaları, sağlık ve eğitim anlamında kamusal mal sunumunda kalite, elektrik altyapısı, ulaşım altyapısı, genel altyapı sistemlerinin kalitesi, hükümete olan güven, devlet bütçesinin iyi yönetilmesi, iç ve dış borçların yönetimi, kamu politikalarının etkinliğini (World Bank, 2018).

Düzenleyici kalitesi: Hükümetin, piyasaları düzenleyecek ve ona güven verecek politikaları uygulama, formüle edebilme ve uygulayabilme yeteneğini ifade eder. (Kaufmann vd. 2010: 4).

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında düzenleyici kalitesi endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Özel sektörün gelişiminin teşvik edilmesi konusunda ve hükümet etkinliğini, gerekli düzenlemeleri yapmaları, özel sektörün geliştirilmesini ve gerekli izinlerin verilmesi ile ilgili politikaları kapsıyor olup, haksız rekabet uygulamaları, hükümet müdahaleleri,

yabancı yatırımcının işe başlama kolaylığı, hukuki düzenlemelerin kırtasiyeciliğe yol açıp açmadığı yatırım profili, hükümet müdahaleleri, fiyat kontrolleri, tarifeler, vergi sisteminin iyi olup olmadığı, yatırım profili, vergi kapsamı ve etkinliği, yeni bir işe başlama kolaylığı (World Bank, 2018).

Hukukun üstünlüğü: Toplumun kuralları kabullenme ve uyma derecesi ile suç işleme ve şiddete başvurma ihtimalleri, mülk edinme ve mülkiyet hakkı güvencesi, sözleşmelerden doğan yaptırımların mekanizmaların kalitesi ve uygulanabilirliği ile bu bağlamda güvenlik teşkilatı ve mahkemeleri de içeren adli sistemin etkin ve tarafsız şekilde çalışması gibi değişkenleri kapsamaktadır (Kaufmann vd. 2010: 4).

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında hukukun üstünlüğü endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Toplumun kurallara uyma dereceleri, sözleşme uygulamasının niteliği, mülkiyet hakları, polis ve mahkemelerin niteliği, suç ve şiddete maruz kalma durumları, polise olan güven, mülkiyet hakları, yargı bağımsızlığı, yönetici ve vatandaşlar arasında hukuki ilişkilerde saygı, yasa ve düzen, insan ticareti, adli süreçlerin işleyişi (World Bank, 2018).

Yolsuzluğun kontrolü (önlenmesi): Yolsuzluk, kamu iktidarının elitler ve özel çıkar sağlayıcılar tarafından ele geçirilmesi, her türlü yozlaşmayı da kapsayacak biçimde kamu gücünün özel kazanımlar amacı ile kullanılması çerçevesindeki algılar olarak değerlendirilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 4).

Dünya Bankası çalışma kâğıtlarında yolsuzluğun kontrolü endeksinin şu alt başlıkları içerdiği belirtilmektedir: Siyasi yolsuzluklar, kamu fonlarının yolsuzluk nedeniyle farklı kanallara saptırılması, firmaların kamuya fazladan ödeme yapmaları, yolsuzluk dosyalarının yüzdesi, ekonomideki rüşvet ve yolsuzluğun var olması, kamu görevlilerinin yaptığı yolsuzluklar, politikacılara duyulan güven (World Bank, 2018).

3. BÖLÜM: YÖNETİŞİM KALİTESİ VE ULUSLARARASI PORTFÖY YATIRIMLARI İLİŞKİSİ

3.1. Uluslararası Portföy Yatırımları

Portföy, iktisadi anlamda menkul kıymetlerden oluşan değerleri ifade etmektedir ve genellikle devlet ya da özel kurumların ihraç ettiği bono, tahvil, hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Portföy belirli kişi ya da grubun elinde bulunan çoğunlukla tahvil veya hisse senedi gibi menkul değerler ile türev araçlardan oluşan, finansal nitelikteki değerlerdir (Aksoy, 2014: 1).

IMF Portföy yatırımlarını, doğrudan yatırımlar veya rezerv varlıklar dışındaki borç veya hisse senetlerini içeren sınır ötesi işlemler ve pozisyonlar olarak tanımlamaktadır (BMP6, 2009). OECD de benzer şekilde, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar kategorisine girmeyen bütün uluslararası hisse senedi ve borç yatırımlarını portföy yatırımı olarak tanımlamıştır. OECD, portföy yatırımlarını bir firmanın toplam ödenmiş sermayenin %10'undan daha az oranda hisse senetlerini, tahvil, gayrimenkul ve direkt yatırımların bir parçası olmayan ve ticaret dışında banka kredilerinin satın alınması olarak değerlendirmektedir.

TCMB, portföy yatırımlarının hisse senetlerine ve borç senetlerine yapılan yatırımları içerdiğini ve hisse senedine toplam olarak yüzde 10'un altında yapılan yatırımlarla yatırımcıların bu senetleri ihraç eden kuruluşun yönetiminde etkin olamadığını belirtmektedir (TCMB, 2018: 7).

Portföy, yatırımcının tercihine göre yönetilen menkul kıymetlerdir. Yatırımcıların fonlarının hangi yatırım araçlarına ne miktarda yatırılacağı ve hangilerinin ne zaman portföyden çıkarılacağına ilişkin kararları portföy yönetimi olarak ifade edilmektedir. Portföy yönetiminde ilk aşamayı portföyün amacının belirlenmesi, ikinci aşaması politikanın belirlenmesi üçüncü aşaması ise aktif ve pasif portföy stratejisinin belirlenmesi oluşturmaktadır (Aksoy, 2014: 1-2).

Aksoy'a (2014) göre günümüzde yatırımlar uluslararası bir boyut kazanmış ve çok sayıda alıcı ve satıcının yer aldığı bir piyasada ulusal yatırım araçlarının yanında uluslararası yatırım araçlarının da bulunduğu bir piyasada yatırım yapılabilir hale gelmiştir. Bu durum portföy yatırımları için de geçerlidir. Portföy yatırımlarının sınır tanımadan dolaşması uluslararası portföy yatırımı olarak tanımlanmaktadır.

Akışoğlu'na (2013) göre portföyü oluşturan finansal araçların en temel özelliği devredilebilir olmalarıdır. Devredilebilirlik özelliği yatırımcıya, portföylerini çeşitlendirme ve istedikleri zamanda yatırımlarını elden çıkartma olanağı sağlar.

Portföy yatırımları belli bir sektörle veya şirketle sınırlı kalan bir yatırım değildir. Yerel veya yabancı şirketler aracılığıyla portföy yatırımı yapmak mümkündür. Portföy yatırımları

durağan olmayan yapıları nedeniyle iyi düzenlenmiş finansal piyasalara ihtiyaç duyarlar ve değişime oldukça duyarlıdırlar (Keskin, 2008: 28).

Finansal piyasaların entegrasyonu ile birlikte, tasarruf sahiplerinin yabancı tahvil, hisse senedi vb. menkul kıymetlere yatırım yapmaları kolaylaşmış böylece uluslararası portföy yatırımlarında önemli bir artış meydana gelmiştir. IMF, 73 ülke için yaptığı bir çalışmada 2000-2015 yılları arasında bu çalışmadaki ülkelere toplam portföy girişlerinin 14 kat arttığını belirtmiştir (IMF, 2017: 8).

Portföy yatırımlarındaki hızlı artışın nedenleri önemli bir tartışma konusudur. Özellikle uluslararası finansal piyasalarda yaşanan çeşitli gelişmeler uluslararası portföy yatırımlarının hem hacim olarak artmasına hem de bu kadar çok tartışılmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin bir kısmı ekonomik nedenlere bağlı iken, bir kısmı da teknolojik gelişmeye bağlı, altyapı hizmetlerindeki yeterlilikle ilintilidir. Siyasi değişimleri de portföy yatırımlarını etkileyen faktörler bağlamında değerlendirmek mümkündür.

Portföy yatırım araçları genel olarak; alacak hakkı sağlayan (tahvil, bonusu vb.) sabit getirili finansal yatırım araçları ve ortaklık hakkı sağlayan (hisse senedi, ülke fonları vb.) yatırım araçları olarak iki kısım halinde ele alınmaktadır (Yalçiner, 2012: 95).

Portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) 1999 yılında yayınladığı bir raporunda portföy yatırımlarını belirleyen faktörler iki grup altında incelenebileceği belirtilmektedir. Birinci grup, ekonomik faktörlerden oluşmaktadır. İkinci grup ise hukuki ve politik düzenlemelere ait faktörlerdir. Ekonomik faktörler, yatırım yapılacak ülkenin genel anlamda ekonomisinin ne kadar sağlıklı olduğu ve portföy yatırımlarından elde edilecek getiri ile ilgili faktörlerdir. Hukuki ve politik düzenlemeler ise; sermaye kazancı ile ilgili vergisel düzenlemeler, hisse senedi ve tahvil piyasaları ile ilgili düzenlemeler, şirketlerin halka açıkladıkları bilgiler ile ilgili standartların kalitesi, takas sistemlerinin hızı ve güvenilirliği, finansal araçların mevcudiyeti, yatırımcı haklarının korunması ile ilgili kanunların ve düzenlemelerin derecesi gibi faktörlerden oluşmaktadır. Bu faktörlerin önem sırası değişmekle birlikte, UNCTAD tarafından ele alınan raporda en önemlilerinin sırası ile yatırımcı haklarını koruma ve sermaye kazancı ile ilgili vergisel düzenlemeler olduğu belirtilmektedir.

3.2. Portföy Yatırımlarını Etkileyen Makroekonomik Faktörler

Çalışmanın bu kısmında portföy yatırımlarını etkileyen çeşitli makroekonomik ve finansal faktörlere değinilecektir.

Faiz ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Boratav'a (2001) göre, finansal serbestleşmeyle birlikte faiz oranları uluslararası sermaye akımlarının etkisine açık hale gelmiştir. Uluslararası portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelen en önemli faktörlerden biri faiz oranlarıdır. Enflasyonun yüksek olduğu ve bütçenin açık verdiği ekonomilerin dışarıdan sermaye çekebilmesi için ulusal faizin en az dış reel faiz ve devalüasyon beklentisini aşan bir seviyede olması gerekir. Bu durum da yüksek reel faiz ve

ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olur. Sonuç olarak dış ticarete konu olan malların nispi fiyat yapısını olumsuz etkileyerek dış ticaret dengesini bozulmasına neden olmaktadır.

Pazarlıoğlu ve Gülay'a (2007) göre, faiz oranları arttıkça uluslararası portföy sermayesinin girişinin artacağı; faiz oranları düştüğünde ise ülkeden portföy çıkışı yaşanacağı düşünülmektedir. Özellikle, Keynesci kuramın düşük faiz politikalarının yatırımları arttırdığını ileri sürmesi nedeniyle birçok gelişmekte olan ülke düşük ve reel olarak negatif faiz politikaları uygulamıştır. Ancak bu durum tasarrufları olumsuz etkilemektedir.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007), Türkiye için portföy yatırımları ile reel faiz arasındaki ilişkiyi araştırmak amacıyla 1992–2005 dönemini üç aylık verilerle Vector Auto Regression (VAR) yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda reel faiz oranı ve net portföy yatırımları arasında hem uzun dönemde hem kısa dönemde pozitif bir etkinin bulunduğunu belirtmişlerdir.

Barışık ve Açıkğöz (2007), Türkiye'ye yönelen uluslararası sermaye hareketleri ile Türkiye'deki faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi 1992-2005 dönemini üç aylık verilerle VAR modelini kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda portföy yatırımlarının mevduat faizi ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faiz oranlarını negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Waças ve arkadaşları (2015), Güney Asya ülkelerine giden yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla 2000-2012 dönemini yıllık olarak GARCH modeliyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım, büyüme oranı ile yabancı portföy yatırımlarının volatilitesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Reel döviz kuru ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Reel döviz kuru, ülke dışında üretilen malların ülke içinde üretilen mallara göre nisbi fiyatını yansıtan bir ekonomik göstergedir (TCMB, 2020). Uluslararası portföy yatırımcılarının ülkeye gelmesi veya ülke dışına çıkması reel döviz kurunda meydana gelen gelişmeler ile yakından ilgilidir. Reel döviz kurunda meydana gelen istikrarsızlık, portföy yatırımlarının ani bir çıkışına neden olabilmekte; istikrar durumunda da yabancı yatırımcıyı çekebilmektedir.

Bakardzhieval ve arkadaşları (2010), 1980-2007 dönemini 57 ülke için panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada portföy yatırımlarının reel kur değerlemesine yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Jongwanich ve Kohpaiboon, 9 Asya ülkesi için panel veri analizi yöntemi kullanarak portföy yatırımlarının reel döviz kuruna etkisini 2000–2009 dönemi için incelemişlerdir. Çalışmada reel döviz kuru oranının portföy yatırımları ilişkili olduğu ve portföyün reel döviz kurunda aşırı değerlemeye neden olduğu görülmüştür (Jongwanich ve Kohpaiboon, 2013:138).

Ouedraogo (2017), gelişmiş ve gelişmekte olan 73 ülkeyi reel döviz kuru ve portföy yatırımları ilişkisi kapsamında ele almıştır. Çalışmada 1980–2015 dönemi yıllık olarak ve en

küçük kareler yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda portföyün reel döviz kurunun yatırımın aktığı sektöre (kamu, bankalar ve şirketler) bağlı olduğu ancak devlet borçlanmasının en büyük etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, portföy girişlerini etkilemede, gelişmekte olan ülkelerde reel döviz kurunun daha etkili olduğu görülmüştür.

Enflasyon ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Enflasyon, fiyat düzeyinde meydana gelen sürekli artışlardır. Enflasyon oranının artması ya da enflasyon oranındaki belirsizlikler yatırımcılar için tercih edilmeyen bir durumdur.

Waqaş vd. (2015), Güney Asya ülkelerine giden yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla 2000-2012 dönemini yıllık olarak GARCH modeliyle incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım, büyüme oranı ile yabancı portföy yatırımlarının volatilitesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Bekaert ve Harvey (1998), 17 gelişmekte olan ülke için aylık net ABD sermaye akışları veri tabanını kullanarak, portföy yatırımları ve temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapmışlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, portföy yatırımlarının sermaye maliyetlerini ve enflasyonu düşürdüğü, GSYİH artırdığı ve yerel paranın değerlenmesine neden olduğu görülmüştür.

Ödemeler dengesi ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Ödemeler dengesi tablosu, yerleşik ekonominin bir yıl içerisinde diğer ülke ekonomileri ile olan ilişkilerini cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, finans hesabı, net hata noksan ve rezerv varlıklar kalemleri ile gösteren bir tablodur. Ödemeler bilançosunda en fazla öneme sahip olan hesap cari işlemler hesabıdır ve bu hesapta, ülkenin malve hizmet ticareti, yabancı sermaye yatırımlarından elde edilen gelirler, kar ve temettü transferleri ile karşılıksız transferler yer alır. Cari işlemler fazlası, ekonomide toplam harcamaların dolayısıyla istihdamın artması yönünde katkı sağlarken, cari işlemler açığı ise toplam talep ve dolayısıyla ulusal gelir düzeyini düşürücü yönde etkide bulunur (Seyidoğlu, 2013: 93).

Ödemeler bilançosunun cari açık vermesi ülkede finansman sorunu olduğunu gösterir. Cari hesap açıklarındaki artış, beraberinde sermaye hareketlerinde artışı da getirmektedir. Yani artan cari hesap açıkları yatırım artışlarına da yansımaktadır. Cari açıklar döviz kuru krizlerine neden olabilmekte, cari açık/gayrisafi yurtiçi hâsıla oranı, dış borç/gayrisafi yurtiçi hâsıla oranı, uluslararası rezervlerin düzeyi ve borç servisi büyüklüklerinden etkilenmektedir.

Keskin (2008), Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımları ile döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler kullanarak ARDL yöntemiyle incelemiştir. Araştırma sonucunda, Türkiye'ye yönelen yabancı portföy yatırımlarının uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açtığı bunun da cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediğini belirtmektedir.

Avrupa Merkez Bankası için De Santis ve Lührmann (2006) tarafından yapılan çalışmada, 130 ülke için cari açık nedenlerini saptamak amacıyla, 1970-2003 dönemi yıllık olarak panel veri analizi yöntemi ile incelenmiştir. Portföy yatırımları arttıkça cari açığın azaldığı gözlemlenmiştir. Çalışmada, cari açığın portföy yatırımlarıyla rahatlıkla finanse edilebileceği belirtilmiştir.

Kamu dengesi ve dış borç üzerindeki etkisi: Dış borçlanma, ulusal tasarrufların yeterli olmadığı durumlarda, sermaye eksikliğini gidermek üzere kullanılan önemli bir kamu finansman aracıdır. Dış borç alındığında ülkeye kaynak transferinin olması ve böylece ulusal gelirin artması, dış borcu iç borçtan ayıran en önemli özelliktir (Hazine Müsteşarlığı, 2019).

Eser'e (1993) göre, yapısal sorunları sebebiyle krizlerle sıkça karşılaşmakta olan gelişmekte olan ülkeler, kırılganlığı yüksek ekonomilerdir ve bu ekonomilerin cari işlemler dengesindeki yüksek açıklarının temel sebebi kısa süreli borçlanmalardır. Ülkelerin ekonomik şoklara dayanıklılığı değişkendir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde 3-5 yıllık hızlı bir büyümenin ardından bütçe açıklarının artması ve cari dengenin bozulması çok sık rastlanan bir durumdur.

Ekonomik büyüme ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Ülkelerdeki ekonomik büyüme ve onun devam edeceği beklentisi yatırımcıyı bu ülkelere yöneltir. Çünkü yüksek büyüme beraberinde yüksek getiriye getirmektedir. Yani sermaye akımları hızla büyüyen ve gelişen piyasaları tercih etmektedirler (Vergil ve Karaca, 2010: 1209).

Bekaert ve Harvey (1998), 17 gelişmekte olan ülke için aylık net ABD sermaye akışları veri tabanını kullanarak, portföy yatırımları ve temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapmışlardır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, portföy yatırımlarının sermaye maliyetlerini ve enflasyonu düşürdüğü, GSYİH artırdığı ve yerel paranın değerlenmesine neden olduğu görülmüştür.

Lay ve Wickramanayake (2007), Singapur için yaptıkları çalışmada faiz oranı, gayri safi milli hâsıla ve döviz kuru ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi uzun dönem için incelemişlerdir. Analiz sonunda belirtilen değişkenler ile yabancı portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Singapur'un gayri safi milli hasıla ve borsa kapitalizasyonu ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ancak yabancı (ABD) faiz oranlarının, Singapur'a yapılan yabancı portföy yatırım akışlarıyla ters yönlü olduğu görülmüştür.

Slesman ve arkadaşları (2015), 1975-2015 dönemini kapsayan, gelişmiş ve gelişmekte olan 80 ülke için yaptıkları çalışmada doğrudan yabancı yatırımların ve yabancı portföy yatırımlarının GSMH'ya olan etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre finansal kurum ve piyasaları gelişmiş olan ülkelerde doğrudan sermaye yatırımları ile yabancı portföy yatırımlarının ekonominin büyümesine pozitif etkisi varken; finansal piyasaları gelişmemiş ülkelerde önemli bir etkisi olmadığı, hatta bazı ülkelerde büyümeye etkisinin negatif olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Pala ve Orgun (2015) Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımlarını etkileyen makro ekonomik faktörleri belirlemek amacıyla 1998-2012 dönemini yıllık olarak OLS analiziyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre mevduat faiz oranı ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki varken: brüt mevduat faizi, GSYİH ve ödemeler dengesinin yabancı portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır.

Hisse senedi piyasası getirisi ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Uluslararası yatırımcılar daha çok kar etme güdüsüyle hareket ederler. Bundan dolayı hisse senedi piyasasında yüksek getiri sağlandığı dönemlerde portföy yatırımlarının artması, getirinin düşük olduğu dönemlerde ise portföy yatırımlarının azalması beklenmektedir. Kısaca, likidite ve paylaşılan risk hisse senedi fiyatlarının gelişmekte olan ülke borsalarını etkilediğini söyleyebilir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 56).

Clark ve Berko (1997), Meksika hisse senedi alımları ile Meksika hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ele almak amacıyla 1989-1996:03 dönemini aylık olarak Merton modeliyle ele almışlardır. Çalışmanın sonucuna göre portföy yatırımlarında meydana gelen beklenmedik %1'lik artışın Meksika Hisse Senedi Borsasındaki hisse senedi fiyatlarında %13'lük bir artışa neden olduğu görülmüştür.

Egry ve arkadaşları (2010: 25), 1977:M01-2007:M12 dönemini aylık veriler kullanarak yabancı portföy yatırımları girişiyle yatırımcının riskten kaçınma ve ABD borsası arasındaki ilişkileri VAR analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmada, borsada ortaya çıkan pozitif şokun, hisse senetleri alımını etkilediği görülmüştür.

Hisse senedi piyasa değeri ve portföy yatırımları ilişkisi: Hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin etkinliğinin ölçülmesinde genellikle hisse senedi piyasa hacmi, hisse senedi piyasa değeri ve hisse senedi piyasa kapitalizasyonu kullanılmaktadır (Gümüş, 2010: 64). Hisse senedi piyasasının gelişmiş olması portföy yatırımlarını olumlu etkilenmesi beklenmektedir. Dünya Bankası'na (2020) göre, bir ekonominin finansal piyasalarının gelişimi, genel gelişimi ile yakından ilişkilidir. İyi işleyen finansal sistemler, işlem maliyetlerini düşürebilen, kaynak tahsisini sağlayan, ekonomik büyümeyi artıran, kolay erişilebilir bilgiler sağlayan finansal sistemlerdir.

Gümüş (2010), uluslararası portföy alış ve satışlarının İMKB 100 endeksi, fiyat/kazanç oranı, işlem hacmi ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi 1997 – 2007 dönemini yıllık olarak eşbütünleşme yöntemiyle incelemiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar İMKB 100 endeksi, işlem hacmi ve piyasa değeri ile uluslararası portföy yatırımları arasında uzun dönemli bir ilişkinin mevcut olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımları ilişkisi: Uluslararası yatırımlar genellikle doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde ortaya çıkmaktadır. Hattari ve Rajan (2011) portföy yatırımlarının doğrudan yabancı yatırımları olumsuz etkilediğini belirtmişlerdir.

Ahmad ve arkadaşları (2015: 66), Çin'e gelen yabancı portföy yatırımların nedenini belirlemek amacıyla 2001-2010 dönemi çoklu regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda GSYH, DYY, döviz kurları ve dış borç ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Waqas ve arkadaşları (2015: 72), Güney Asya ülkelerine giden yabancı portföy yatırımlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla 2000-2012 dönemini yıllık olarak GARCH modeliyle incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, faiz oranı, enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım, hisse senedi endeksi ve büyüme oranı ile uluslararası portföy yatırımlarının volatilitesi arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Kutlu ve Emir, Britanya, Almanya Yunanistan ve Türkiye için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla 2006-2012 dönemini yıllık olarak Granger nedensellik analizi ile incelemişlerdir. Portföy yatırımlarındaki volatilitenin karşılıklı veya tek taraflı olarak DYY'dan etkilendiği görülmüştür. Ancak çalışmada Almanya için farklı bir sonuç elde edilmiştir. Çalışmada Almanya için portföy yatırımları volatilitesi ve DYY arasında çift taraflı bir etkileşim bulunmuştur. Araştırmacılara göre bu durum Almanya'da portföy yatırımları ve DYY arasında bir denge oluşturulduğunu göstermektedir (Kutlu ve Emir, 2015: 269).

3.3. Uluslararası Portföy Yatırımlarını Etkileyen Yönetişimle İlgili Faktörler

Yatırımcıların öncelikli hedefi kârını maksimize etmek olduğundan, bunu etkileyecek olumsuz unsurlardan kaçınmaktadırlar. Yatırımcı, yatırım yapacağı ülkede katlanacağı ülke riskini değerlendirir. Bu durum da yatırım kararı alınan ülkenin siyasi koşullarını önemli kılmaktadır. Ülkedeki siyasi iktidarın uluslararası portföy yatırımlarına yönelik uyguladığı politikalar yatırımcının ülkeye gelmemesini etkileyecek bir unsurdur. Uygulanan politikalar yatırımcıya engel teşkil edecekse (kısıtlayıcı vergi politikaları, yatırım kısıtlamaları, paranın transferi konusunda sorun vb.) yatırımcı bu ülkeden uzak duracaktır (Kaplan, 1999: 7).

Finansal küreselleşmeyle, gelişmekte olan ülkelerin hukuki kurumları düzenlemeye gitmiş, yatırımcıya hukuki güvence sağlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler yabancı yatırımcıyı çekmek için hukuki yapılarını, gelişmiş ülkelerin hukuki yapılarıyla uyumlu hale getirmeleri yatırımcıyı olumlu etkileyeceği düşünülmektedir.

Literatürde yönetim kalitesi ve önemli bir finans kalemi olan doğrudan yabancı arasındaki ilişkiyi ele alan birçok çalışma mevcuttur. Ayrıca yönetim kalitesinin büyüme ve kalkınma üzerinde olumlu etkisi olduğunu belirten çalışmalar bulunmaktadır.

Yönetişim göstergelerinin kurumsal yapının belirleyicileri olarak kullanıldığı ve kurumsal yapının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışmanın sonucunda kurumsal yapının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmüştür (Stein ve Daude, 2001; Daniele ve Marani, 2006; Demirtaş ve Akçay 2006; Asamoah vd. 2016; Ullah ve Khan, 2017; Lucke ve Eichler, 2016; Peres vd. 2018; Sabir vd. 2019).

Gani (2007), Yapraklı (2008), Akpan (2012), Fayissa ve Nsiah (2013), Çevik ve Eraslan (2019), yaptıkları çalışmalarda yönetim göstergeleri ile ekonomik büyümeye arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Güney (2015), yönetim ile sürdürülebilir kalkınma arasında; Coşkun vd. (2018) ise yönetim ile toplumsal refah arasında anlamlı bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Litartürde uluslararası portföy yatırımlarını etkilediği düşünülen hukuki ve politik düzenlemelere ait faktörler için gösterge niteliğinde birçok değişken kullanılmıştır. Bu çalışmada ise, dünya yönetim göstergeleri, analiz edilen ülkelerin hukuki ve politik altyapılarının gelişmişliği için, gösterge olarak kullanılmıştır.

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, dünya yönetim göstergelerini kullanarak, yönetim kalitesi ile uluslararası portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi ele alan sınırlı sayıda çalışma olduğu tespit edilmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde, uluslararası portföy yatırımcılarının yüksek düzeyde yatırımcı koruması olan ülkelere, dolayısıyla yönetim kalitesinin yüksek olduğu ülkelere yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmektedir (La Porta vd. 1997, 1998, 2000; Aggarwal vd. 2005; Li ve Filer 2007; Aggarwal vd. 2009; Leuz vd. 2009; Abdioglu vd. 2013). Ayrıca firma düzeyinde yönetimin de uluslararası portföy yatırımcılarını olumlu yönde etkilediğini belirten çalışmalar da bulunmaktadır (Giannetti ve Simonov 2006; Ferreira ve Matos 2008; Miguel 2008; Aggarwal vd. 2011).

Leuz vd. (2009) ABD kurumsal yatırımcılarının bilgi asimetrisinin çok fazla olduğu ve izleme maliyetlerinin yüksek olduğu yabancı hisse senetlerine daha az yatırım yaptıklarını; Chan vd. (2005) kamulaştırma riski düşük olan ülkelere yüksek düzeyde yabancı kurumsal yatırım beklendiğini; Aggarwal vd. (2005), güçlü muhasebe standartlarının, hissedar haklarının ve yasal çerçevelerin daha fazla ABD yatırımı çektiğini; Leuz vd. (2009) tipik ABD'li yatırımcıların hukuki altyapısı yetersiz olan ve şirketlerin kamuyu aydınlatma konusunda yetersiz olduğu ülkelere daha az yatırım yaptığını belirtmişlerdir. Yapılan bu çalışmalar, yönetim göstergelerinden hukukun üstünlüğünün yabancı yatırımcıyı çekmede önemli bir faktör olduğunu göstermektedir. Mülkiyet hakkının güvencesi, adli ve etkin bir hukuk sistemi yönetim göstergelerinden hukukun üstünlüğünün alt bileşenleridir.

Quazi (2004), Bangladeş için yaptığı çalışmasında, dışsal teşvikler, finansal baskı, kurumlar vergisi ve politik istikrarsızlığın sermaye kaçışlarını artırdığını; Le ve Zak (2006) 45 gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada iç ayaklanmalar, tutarsız politik uygulamalar ve anayasaya aykırı hükümet değişikliklerinin sermaye kaçışlarının belirleyicilerinden olduğunu; Alfaro vd. (2006) politikaların, zaman içinde sermaye akışları seviyesindeki değişiklikleri ve bunların oynaklığını açıklamada önemli bir rol oynadığını; Adesoye vd. (2012) Nijerya gibi ekonomilerde yatırım ortamının iyileştirilmesi, hükümet politikalarında tutarlılık, politikaların etkin olması, siyasi istikrar, siyasi yolsuzluğun engellenmesinin sermaye çıkışlarını azaltacağını, yerli ve yabancı yatırımı teşvik edeceğini belirtmişlerdir. Yapılan çalışmalar siyasi istikrar, yolsuzluğun kontrolü, hesap verebilirlik, düzenleyici kalitesi ve hükümet etkinliğinin önemini ortaya koymaktadır. Vergi sistemini iyi olması,

teşvikler, hükümet müdahaleleri düzenleyici kalitesini iyi olması ile ilgili iken; anayasaya aykırı hükümet değişiklikleri, siyasi istikrar hükümet etkinliği ve politik istikrar ile ilgili kavramalar olup yönetim göstergeleri içerisinde belirtilmektedir (World Bank, 2020).

Le ve Rishi (2006), 45 gelişmekte olan ülke ve 24 gelişmiş ülkeyi ele almış ve yolsuzluğun bu ülkelerde meydana gelen sermaye kaçışlarını artırdığını; Chipalkatti vd. (2007) gelişmekte olan sermaye piyasalarına için yaptıkları çalışmada muhasebe standartlarının iyi olması, kurumsal şeffaflık ve iyi yönetime sahip olmanın portföy yatırımlarını çekmede önemli olduğunu; Baek ve Yang (2008) gelişmekte olan 53 ekonomiyi ele almış politik riskin sermaye kaçışına neden olduğunu, şeffaflık seviyesindeki artış ve mali teşvigin sermaye girişlerini koruyacağını belirtmişlerdir. Şeffaflık, yolsuzluk göstergelerinden biridir. Ayrıca belirtilen çalışmalarda yolsuzluğa direkt olarak vurgu yapılmaktadır.

Agyemang vd. (2016) Afrika ekonomisinden 39 ülkeyi incelemiş, düzenleyici kalitesi ile yabancı mülkiyet yaygınlığı arasında anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu; ayrıca siyasi istikrarı olan ve hukukun üstünlüğünü benimseyen Afrika ülkelerinde yabancı mülkiyetinin yaygın olduğunu belirtmişlerdir.

Literatürde yapılan çalışmalar portföy yatırımcılarının yatırım yaptıkları ülkelerin yönetim kalitesinden etkilendiğini göstermekte ve yönetim kalitesi ile sermaye girişleri arasında önemli bir bağlantı kurmaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalar doğrultusunda, yönetim kalitesinin iyi olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkileyeceği varsayılarak, her bir yönetim kaleminin portföy yatırımları üzerindeki etkilerini incelemek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur. Yönetim kalitesinin göstergesi olarak dünya yönetim göstergeleri temel alınmıştır.

Oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 4: Düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

4. BÖLÜM: METODOLOJİ VE UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Temel Soruları

Çalışmanın bu bölümünde uluslararası portföy yatırımları ve yönetim kalitesi arasındaki ilişki panel veri analizi ile ele alınmıştır. Çalışmanın amacı yönetim kalitesinin uluslararası arası portföy yatırımlarına etkisini ortaya koymaktır. Çalışmadaki temel soru yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde bir etkisinin olup olmadığıdır.

Literatür taramasında da görüleceği üzere yerli ve yabancı literatürde portföy yatırımlarını etkileyen faktörler ve yönetim kalitesinin etkileriyle ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Ancak yönetimin portföy yatırımlarına etkisini inceleyen sınırlı sayıda çalışma mevcuttur. Bundan dolayı bu tez çalışmasının ilgili literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

4.2. Çalışmanın Kısıtlamaları ve Veri Seti

Çalışmada, gelişmekte olan ülkeler kategorilerinde değerlendirilen Türkiye, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Yunanistan, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Güney Afrika ve Tayland ekonomileri için yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkileri 2002 ve 2018 dönemine ait yıllık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Seçilen bu ülkeler, genel olarak ekonomileri kırılgan olan, geçmişte finansal kriz yaşamış ve büyüme için dış yatırıma ihtiyaç duyan ülkelerdir.

Finansal liberalleşme etkilerini 1990'ların başında göstermeye başlamasına rağmen 2002-2018 gözlem aralığının seçilmesinin nedeni, dünya yönetim göstergelerinin 1996 yılından sonra yayınlanmış ve 2002 yılına kadar periyodik olarak 2 yılda bir yayınlanmış olmasıdır.

Çalışmada kullanılan veriler, verilerin kaynakları, modeldeki türü ve hangi kısaltma ile ifade edildiğiyle ilgili bilgiler aşağıda Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2: Veri seti, kısaltmalar, açıklamalar ve kaynaklar

| Değişken | Kısaltması | Açıklama | Kaynak | Modeldeki türü |
|----------------------------------|------------|---|---------------|-------------------|
| Uluslararası Portföy Yatırımları | UPY | Uluslararası net portföy akışlarının GSYİH içindeki payını göstermektedir. | Dünya Bankası | Bağımlı değişken |
| Doğrudan Yatırımlar | DYY | Uluslararası net doğrudan yatırım akışlarının GSYİH içindeki payını göstermektedir. | Dünya Bankası | Kontrol değişkeni |
| Hisse Senedi Piyasa Değeri | HSPD | Hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin GSYİH içindeki payını göstermektedir. | Dünya Bankası | Kontrol değişkeni |
| Borsanın Yıllık Getirisi | HSGETIRI | Borsa endeksinde yılsonu meydana gelen % değişimleri | Dünya Bankası | Kontrol değişkeni |

| | | | | |
|---------------------------------------|------|---|---------------|-------------------|
| | | göstermektedir. | | |
| Cari İşlemler Dengesi | CARI | Cari hesap dengesinin GSYİH içindeki payını göstermektedir. | IMF | Kontrol değişkeni |
| Yolsuzluğun Kontrolü | CC | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |
| Hükümet Etkinliği | GE | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |
| Politik İstikrar | PV | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |
| Düzenleyicilerin Kalitesi | RQ | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |
| Hukukun Üstünlüğü | RL | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |
| İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik | VA | -2,5/+2,5 aralığında değerler almaktadır. Değerin yüksek olması daha iyi bir yönetişimi gösterir. | Dünya Bankası | Bağımsız değişken |

4.3. Araştırmanın Değişkenleri

Yönetişim kalitesinin uluslararası portföy yatırımlarına olan etkisinin araştırıldığı bu çalışma, bağımlı değişken, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenlerinden oluşmakta olup aşağıda bu değişkenler tanımlanmaktadır. Değişkenlerle ilgili tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'te gösterilmektedir.

Bağımlı Değişken:

Uluslararası portföy yatırımları: Portföy yatırımları, hisse senetleri ve borçlanma senetleri işlemlerini kapsamaktadır. Portföy yatırımları, doğrudan yatırım olarak kaydedilenler dışındaki hisse senetleri, tahviller, mevduat sertifikaları (Amerikan ya da küresel) ve yabancı yatırımcılar tarafından yerel borsalarda doğrudan hisse alımları da dâhil olmak üzere hisse senetlerinden net girişleri içermektedir.

Kontrol değişkenleri:

Doğrudan yatırımlar (DYY): Yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışında başka bir ekonomide bir işletmenin yönetimini kontrol ettiği ya da yönetiminde söz sahibi olduğu yatırımlar doğrudan yabancı yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Çalışmada DYY'nin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır. Veriler yılsonu değerlerdir.

Hisse senedi piyasa değeri (HSPD): İşlem gören yurtiçi ve yurt dışı hisse senetlerinin tamamının, ilgili eşleştirme fiyatlarıyla çarpımıdır. Veriler yılsonu değerlerdir ve hisse senetlerinin toplam değerinin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır.

Borsanın yıllık getirisi (HSGETIRI): Borsanın yıllık getirisi, ilgili ülke için borsa endeksinde yıllık meydana gelen yüzdelik değişimleri içermektedir. Veriler yılsonu değerlerdir.

Cari hesap bakiyesi (CARI): Cari hesap; mal dengesi, hizmetler dengesi, gelir dengesi ve cari transferler kalemlerinden oluşmaktadır. Çalışmada cari hesap bakiyesinin GSYİH içindeki payı kullanılmıştır. Veriler yılsonu değerlerdir.

Bağımsız Değişkenler:

Yolsuzluğun kontrolü (CC): Yolsuzluk, kamu iktidarının elitler ve özel çıkar sağlayıcılar tarafından ele geçirilmesi, her türlü yozlaşmayı da kapsayacak biçimde kamu gücünün özel kazanımlar amacı ile kullanılması çerçevesindeki algılar olarak değerlendirilmektedir (Kaufmann vd. 2010: 4). Yolsuzluğun kontrolü bu çerçevedeki algıları ölçmektedir. Yolsuzluk algısının düşük olması yolsuzlukların kontrolünde başarılı olduğunu göstermektedir.

Yönetimin (hükümet) etkinliği (GE): Sunulan kamu hizmetlerinin niteliği ve bunların politik baskılardan bağımsızlığı, politikaların yapım ve icrasının kalitesi, hükümetlerin bu politikaları benimseme derecesi ve bunun uyandırdığı itibar algısı olmak üzere çeşitli değişkenlerden oluşan ve esasında, kamu sektörünün işleyişinde politik tercihlerden bağımsızlığı ve etkinliği ölçen bir kurum olarak tanımlanabilir (Kaufmann vd. 2010: 4). Endeks değerlerinin yüksek olması etkin bir yönetimin varlığını göstermektedir.

Siyasal (politik) istikrar ve şiddetsizlik (PV): Hükümetin, anayasaya aykırı, politik kaynaklı şiddet içeren veya terör gibi hukuksal olmayan ve şiddet içeren yollarla istikrarsızlaştırılması, düşürülmesi veya görevinden uzaklaştırılması ihtimallerini nicel olarak ölçmektedir (Kaufmann vd. 2010: 4). Siyasi istikrar ve şiddetsizlik, belirtilen hususlarda hükümetlerin istikrarsızlaştırılması, düşürülmesi veya görevinden uzaklaştırılması ihtimallerinin düşük olduğunu göstermektedir.

Düzenleyici kalitesi (RQ): Hükümetin, piyasaları düzenleyecek ve ona güven verecek politikaları uygulama, formüle edebilme ve uygulayabilme yeteneğini ifade eder. (Kaufmann vd. 2010: 4). Hükümetlerin belirtilen hususlardaki yeteneğinin yüksek olması iyi bir düzenleyici kalitesinin var olduğunu göstermektedir.

Hukukun üstünlüğü (RL): Toplumun kuralları kabullenme ve uyma derecesi ile suç işleme ve şiddete başvurma ihtimalleri, mülk edinme ve mülkiyet hakkı güvencesi, sözleşmelerden doğan yaptırımların mekanizmaların kalitesi ve uygulanabilirliği ile bu bağlamda güvenlik teşkilatı ve mahkemeleri de içeren adli sistemin etkin ve tarafsız şekilde çalışması gibi değişkenleri kapsamaktadır (Kaufmann vd. 2010: 4). Endeks değerlerinin yüksek hukukun üstünlüğüne riayet edildiğini göstermektedir.

İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik (VA): Birbiriyle ilintili olan, fikir hürriyeti, özgür basın algısı, örgütlenme hakkı, dernek kurma hakları ile siyasi sorumluluk, siyasi katılımçılık gibi değişkenleri içermektedir (Kaufmann vd. 2010: 4). Endeks değerlerinin yüksek olması ifade özgürlüğü ve hesap verebilirlik kurumunun etkin olduğunu göstermektedir.

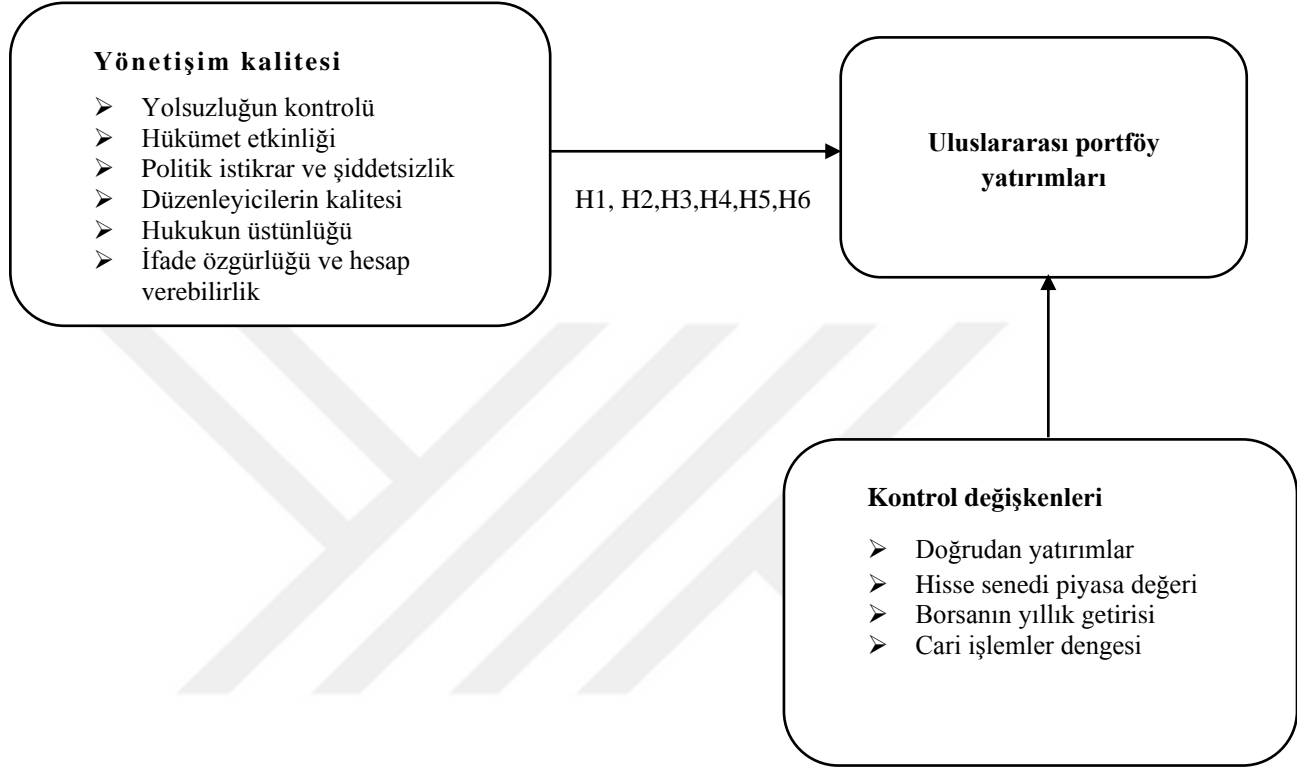
Çalışmanın değişkenleri bağımsız değişkenler, bağımlı değişken ve kontrol değişkenlerinden oluşmakta olup değişkenlerle ilgili tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3: Tanımlayıcı istatistikler

| Değişken | Gözlem | Ortalama | Standart Sapma | Minimum | Maksimum |
|----------|--------|----------|----------------|---------|----------|
| UPY | 306 | .004 | .011 | -.047 | .055 |
| DYY | 306 | .0297 | .061 | -.468 | .549 |
| HSPD | 306 | 24.364 | 23.502 | .2678 | 135.803 |
| HSGETIRI | 306 | 14.697 | 27.290 | -38.786 | 169.912 |
| CARI | 306 | -.522 | 4.693 | -15.188 | 16.526 |
| CC | 306 | -.139 | .554 | -1.145 | 1.592 |
| GE | 306 | .188 | .486 | -.877 | 1.275 |
| PV | 306 | -.457 | .782 | -2.375 | 1.261 |
| RQ | 306 | .223 | .577 | -1.074 | 1.539 |
| RL | 306 | -.041 | .581 | -.970 | 1.433 |
| VA | 306 | .148 | .632 | -1.284 | 1.293 |

4.4.Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Bu bölümde önce çalışmanın modelleri oluşturulacak daha sonra da çalışmanın hipotezleri gösterilecektir. Çalışmanın teorik modeli Şekil 1’de gösterilmektedir.



Şekil 1: Teorik model

Şekil 1’de çalışmanın teorik modeli görülmektedir. Teorik modelde uluslararası portföy yatırımları bağımlı değişken, yönetim kalitesinin bağımsız değişken, makroekonomik ve finansal etkilerin kontrol değişkenleri olduğu görülmektedir. Çalışmada araştırılan hipotezleri sınamak amacıyla aşağıdaki modeller oluşturulmuştur.

Model 1, kontrol değişkenleri içermektedir. Daha önce de belirtildiği gibi kontrol değişkenler; DYY, hisse senedi piyasa değeri, borsa getirisi ve cari işlemler dengesini içermektedir.

Model 1:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1 DYY_{i,t} + X_2 HSPD_{i,t} + X_3 HSGETIRI_{i,t} + X_4 CARI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}(1)$$

Model 2a, H1 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1’e yolsuzluğun kontrolü eklenerek elde edilmiştir.

Model 2a:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5CC_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Model 2b, H2 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1'e hükümet etkinliği eklenerek elde edilmiştir.

Model 2b:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5GE_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Model 2c, H3 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1'e politik istikrar ve şiddetsizlik eklenerek elde edilmiştir.

Model 2c:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5PV_{t,i} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Model 2d, H4 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1'e düzenleyicilerin kalitesi eklenerek elde edilmiştir.

Model 2d:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Model 2e, H5 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1'e hukukun üstünlüğü eklenerek elde edilmiştir.

Model 2e:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5RL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Model 2f, H6 hipotezini test etmek için oluşturulmuştur. Model 1'e İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik eklenerek elde edilmiştir.

Model 2f:

$$UPY_{i,t} = \alpha_1 + X_1DYY_{i,t} + X_2HSPD_{i,t} + X_3HSGETIRI_{i,t} + X_4CARI_{i,t} + X_5VA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Denklemlerde, UPY bağımlı değişkeni, X_k bağımsız değişkenleri, α_1 sabit terimi, "i" ülkeleri, "t" 2002-2018 dönemindeki her bir yılı, ε ise hata terimini göstermektedir.

Waqas vd. (2015), Ahmad vd. (2015), Kutlu ve Emir (2015) portföy yatırımlarının DYY'ı etkilediğini belirtmişlerdir.

Clark ve Berko (1996), Egly vd. (2010) yaptıkları çalışmalarda hisse senedi getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. İMKB (1994), Gümüş (2010), İskenderoğlu ve Karadeniz (2011), Gümüş vd. (2013), Bhatia ve Kishor (2015), Koç ve Şenol (2017) borsa getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir.

Gümüş (2010), hisse senedi piyasa büyüklüğünün uluslararası portföy yatırımlarını etkilediğini belirtmiştir.

De Santis ve Lührmann (2006), Keskin (2008), cari açık ile portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir.

Kontrol değişkenleri ve beklenen etkileri yukarıdaki çalışmalardan yola çıkılarak oluşturulmuştur. Yönetişim kalitesi ve portföy yatırımları arasında beklenen etkiler ise iyi bir yönetişimin uluslararası portföy yatırımlarını çekeceği düşüncesiyle oluşturulmuştur. Tablo 4'te araştırmanın hipotezleri ve beklenen etkileri listelenmiştir.

Çalışmanın hipotezler aşağıda listelenmiştir:

Hipotez 1= Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 2= Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 3= Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 4= Düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 5= Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Hipotez 6= İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır.

Tablo 4: Hipotezlerin gösterimi

| Hipotezler | Beklenen Etki |
|---|----------------------|
| Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |
| Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |
| Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |
| Hipotez 4: Düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |
| Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |
| Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + |

| | |
|-------------------------------|---|
| Kontrol Değişkenleri: | |
| Doğrudan yatırımlar. | - |
| Hisse senedi piyasa değeri. | + |
| Borsanın yıllık getiri oranı. | + |
| Cari işlemler dengesi | - |

4.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler

Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri analizi kullanılmasının nedeni panel veriler daha bilgilendirici olup daha fazla değişkenlik sağlamalarıdır. Panel verinin avantajları şu şekilde özetlenebilir (Tatoğlu, 2013):

- Zaman serileri veya yatay kesit yaklaşımlarının bir arada kullanılmasına imkân vermesi.
- Birim değişkenliğini ve gözlenemeyen heterojenliği dikkate alması.
- Daha kapsamlı modeller kurulmasını sağlaması.
- Çoklu doğrusal bağlantı vererek daha etkin tahminler yapılmasını sağlaması.

Panel veri analizi kapsamında öncelikle serilerin durağanlığı sınanmış, daha sonra çoklu doğrusal bağlantı sorunu korelasyon analizi ve VIF analizleriyle araştırılmıştır. Sonrasında ise model tahmini için LR testi, F testi ve Hausman testi yapılmış modelin klasik modele uygun olmadığı görülmüştür. Değişen varyans ve otokorelasyonun varlığı Levene testi, Durbin Watson ve Baltagi Wu testleriyle sınanmıştır. Yapılan analizlerin sonucunda model dirençli tahmincilerden Arellana, Froot ve Roger testiyle incelenmiştir.

Birim Kök Testleri: Panel veri analizi uygulandığında elde edilecek sonuçların güvenilir olması açısından değişkenlere ilişkin verilerin durağan olması son derece önem taşımaktadır. Veri setinin durağan olmaması durumunda yapılan analizlerde sahte regresyon sorunu ortaya çıkmakta olup bu durum da analizin güvenilirliğini olumsuz etkilemektedir. Bundan dolayı analizde kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıkları birim kök testleriyle sınanmıştır.

Zaman serisi analizleri yapılmadan önce, o seriyi oluşturan sürecin zamana göre sabitlik durumunun yani serinin durağan olup olmadığının saptanması gerekmektedir (Tatoğlu 2012: 80). Eğer bir zaman serisi durağan değilse, o seri birim kök taşıyor demektir.

Birim kök testlerinin seçiminde verilerin yatay kesit bağımlılığı önem taşımaktadır. Panel verisinin yatay kesit bağımlılığının olup olmamasına göre farklı birim kök testleri ile incelenmelidir. Pesaran (2004) çalışmasında N ve T'nin büyük olduğu durumlar için Pesaran Yatay Kesit Bağımlılığı (CD) testini önermiştir. Kesitler arası bağımlılığın varlığı Pesaran (2004) CD Testi ile araştırılacaktır. Tablo 5'te Pesaran testinin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 5: Pesaran testi sonuçları

| Değişken | CD Test istatistiği | Olasılık değeri | Korelasyon | Abs(kor.) |
|----------|---------------------|-----------------|------------|-----------|
| UPY | 8.37 | .000 | 0.164 | 0.292 |
| DYY | 6.86 | .000 | 0.135 | 0.253 |
| HSPD | 16.39 | .000 | 0.321 | 0.473 |
| HSGETIRI | 28.73 | .000 | 0.563 | 0.563 |
| CARI | 6.86 | .000 | 0.134 | 0.455 |
| CC | 1.46 | 0.145 | 0.029 | 0.413 |
| GE | -1.68 | 0.092 | -0.033 | 0.432 |
| PV | 0.6 | 0.547 | 0.012 | 0.455 |
| RQ | -1.01 | 0.312 | -0.02 | 0.433 |
| RL | -0.51 | 0.613 | -0.01 | 0.401 |
| VA | 0.32 | 0.746 | 0.006 | 0.453 |

Pesaran testinin hipotezleri:

H0: Kesitler arasında bağımlılık yoktur.

H1: Kesitler arasında bağımlılık vardır.

Pesaran testi sonucunda H0 ret edilirse 2. Kuşak; kabul ise 1.Kuşak birim kök testleri kullanılır. Çalışmada kullanılacak modellere ilişkin yapılan yatay kesit bağımlılığı testlerinde yatay kesit birimleri arasında bir bağımlılığın olmadığını belirten sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde farklılık göstermektedir. Buradan hareketle CC, GE, PV, RQ, RL ve VA için çalışmada birinci kuşak birim kök testleri kullanılacak; DYY, HSPD, HSGETIRI VE CARI için ise ikinci kuşak testler kullanılacaktır.

Birinci kuşak birim kök testleri, birimler arası korelasyon etkisinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Çalışmada birinci kuşak birim kök testlerinden Fisher testi ve Harris-Tzavalis testi kullanılmıştır. Tablo 7’de birinci kuşak testlerin sonuçları görülmektedir. İkinci kuşak birim kök testlerinde ise birimler arası korelasyon etkisinin var olduğu kabul edilmektedir. Çalışmada ikinci kuşak birim kök testlerinden Breitung testi, Fisher ADF testi ve Levin, Lin, Chu testi kullanılmıştır. Tablo 6’da ikinci kuşak birim kök testlerinin sonuçları görülmektedir.

Tablo 6: İkinci kuşak birim kök testlerin sonuçları

| Değişken | Breitung testi sonuçları | Fisher ADF testi sonuçları | Levin, Lin ve Chu testi sonuçları |
|----------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
|----------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------------|

| | İstatistik Değeri | Olasılık Değeri | İstatistik Değeri | Olasılık Değeri | Düzeltilmemiş t değeri | Olasılık Değeri |
|----------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| DYY | -7.3811 | 0.0000 | 94.2558 | 0.0000 | -4.9503 | 0.0000 |
| HSPD | -2.6700 | 0.0038 | 61.8257 | 0.0047 | -4.2909 | 0.0000 |
| HSGETIRI | -5.9888 | 0.0000 | 96.8731 | 0.0000 | -8.8670 | 0.0000 |
| CARI | -1.7950 | 0.0363 | 54.2250 | 0.0261 | -3.4579 | 0.0003 |

Breitung ve LLC testinin hipotezleri:

H0:Birimler birim kök içermektedir. H1:Birimler durağandır.

Fisher-ADF testinin hipotezleri:

H0:Tüm birimler birim kök içermektedir H1:En az bir birim durağandır.

Yapılan Breitung birim kök testi, Levin, Lin ve Chu birim kök testi ile Fisher-ADF birim kök testi sonuçlarına göre H0 ret edilmektedir, değişkenler durağan bulunmuştur. Analizlerin devamında birinci kuşak birim kök testlerinden Harris-Tzavalis ile Fisher testleri incelenmiştir. Testlerin sonuçları Tablo 7’de görülmektedir.

Tablo 7: Birinci kuşak birim kök testlerin sonuçları

| Değişken | Harris-Tzavalis testi sonuçları | | Fisher testi sonuçları | |
|----------|---------------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | İstatistik Değeri | Olasılık Değeri | İstatistik | Olasılık Değeri |
| CC | 0.8368 | 0.5341 | 21.8599 | 0.9694 |
| GE | 0.7574 | 0.0303 | 28.6471 | 0.8034 |
| PV | 0.7428 | 0.0127 | 56.9194 | 0.0146 |
| RQ | 0.8452 | 0.6148 | 22.6392 | 0.9595 |
| RL | 0.8512 | 0.6705 | 33.1486 | 0.6049 |
| VA | 0.8575 | 0.7250 | 32.9563 | 0.6141 |

HT testinin hipotezleri:

H0:Birimler birim kök içermektedir.

H1:Birimler durağandır.

Fisher testinin hipotezleri:

H0:Tüm birimler birim kök içermektedir.

H1:En az bir birim durağandır.

Yapılan birim kök testleri sonucunda değişkenlerin durağanlığı farklılık gösterdiği görülmektedir. Harris-Tzavalis testi sonuçlarına göre PV ve GE durağın bulunmuş; Fisher testi sonuçlarına göre ise sadece PV durağan bulunmuştur. Çalışmada kullanılan tarih aralığının fazla olmaması ve Fisher testinin en az bir birimin durağan olmasını H0'ı ret etmek için yeterli bulmasından dolayı bazı değişkenlerin durağan olmaması gözardı edilmiştir.

Çoklu doğrusal bağlantı probleminin araştırılması: Panel veri analizinde bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı önem taşımaktadır. Çoklu doğrusal problemin varlığı literatürde korelasyon analizi ve varyans genişlik faktörü (VIF) testi ile incelenmektedir. Korelasyon analizine ilişkin sonuçlar Tablo 8'de ve VIF analizlerine ilişkin sonuçlar Tablo 9'da gösterilmektedir.

Tablo 8: Değişkenler arasındaki kolerasyon değerleri

| | UPY | DYY | HSPD | HSGET IRI | CARI | CC | GE | PV | RQ | RL | VA |
|----------|--------|--------|--------|--------------|--------|------|------|------|------|------|----|
| UPY | 1 | | | | | | | | | | |
| DYY | -0.12* | 1 | | | | | | | | | |
| HSPD | 0.22* | -0.02* | 1 | | | | | | | | |
| HSGETIRI | 0.10* | -0.00* | 0.03* | 1 | | | | | | | |
| CARI | -0.14* | -0.05* | 0.13* | 0.16* | 1 | | | | | | |
| CC | 0.17* | 0.19* | 0.01* | -0.10* | -0.20* | 1 | | | | | |
| GE | 0.15* | 0.13* | 0.15* | -0.21* | 0.02* | 0.83 | 1 | | | | |
| PV | 0.08* | 0.14* | -0.04* | -0.14* | -0.10* | 0.70 | 0.69 | 1 | | | |
| RQ | 0.12* | 0.21* | -0.01* | -0.23* | -0.20* | 0.84 | 0.82 | 0.64 | 1 | | |
| RL | 0.17* | 0.16* | 0.15* | -0.19* | -0.19* | 0.88 | 0.86 | 0.72 | 0.82 | 1 | |
| VA | 0.23* | 0.10* | -0.15* | -0.11* | -0.44* | 0.68 | 0.53 | 0.64 | 0.59 | 0.69 | 1 |

Değişkenler arasındaki basit korelasyon katsayısının yüksek olması çoklu doğrusal bağlantı problemine yol açabilmektedir (Alma ve Vupa, 2008: 42). Ancak analiz sonuçlarında, yönetim göstergelerinin kendi aralarındaki değerleri hariç, değerlerin 0.23'ün altında olduğu görülmektedir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre çoklu bağlantı problemi bulunmamaktadır.

Tablo 9: Bağımsız değişkenlerin VIF değerleri

| Değişken | VIF | 1/VIF |
|--------------|------|--------|
| DYY | 1.07 | 0.9385 |
| HSPD | 1.28 | 0.7823 |
| HSGETIRI | 1.17 | 0.8513 |
| CARI | 1.76 | 0.5671 |
| RL | 7.80 | 0.1282 |
| CC | 7.48 | 0.1336 |
| GE | 6.87 | 0.1457 |
| RQ | 4.90 | 0.2041 |
| VA | 2.82 | 0.3551 |
| PV | 2.74 | 0.3650 |
| Ortalama VIF | 3.79 | |

VIF değerinin 10'dan büyük olması durumunda çoklu bağlantı problemi olduğunu göstermektedir. Ancak tablodaki tüm VIF değeri 10'dan küçüktür bu da çoklu bağlantı problemi olmadığını göstermektedir. Yönetişim göstergelerinin kendi aralarındaki değerleri hariç açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının 0.23'ün altında bir değere sahip olması ve varyans genişlik faktörü (VIF) değerlerinin 10'dan büyük olmaması regresyon analizinin ciddi çoklu bağlantı probleminin olmadığını göstermektedir.

Veri Modellerin Tahmini: Panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağına karar vermek için olabilirlik oranı (LR) testi, F testi ve Hausman (1978) testi kullanılmaktadır. Bu testlerden sonra klasik model, sabit etkiler modeli ya da tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağına karar verilecektir (Boğa, 2017: 11).

Olabilirlik oranı (LR) testi, klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmek için kullanılmaktadır. H_0 hipotezi klasik model doğrudur, şeklinde kurulmaktadır. Olabilirlik oranı (LR) hesaplanırken tesadüfi etkiler modeli ve klasik model en çok olabilirlik değeri tahmin edilmekte ve her ikisinden elde edilen log-olabilirlik değerleri kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 168). Tablo 10'da LR testinin sonuçları görülmektedir.

Tablo 10: LR testi sonuçları

| | Ki karedeğeri | Olasılık değeri |
|---------|---------------|-----------------|
| Model 1 | 21.42 | 0.0000 |
| Model2a | 16.25 | 0.0003 |

| | | |
|----------|-------|--------|
| Model 2b | 15.83 | 0.0004 |
| Model 2c | 18.47 | 0.0001 |
| Model 2d | 16.14 | 0.0003 |
| Model2e | 16.61 | 0.0002 |
| Model 2f | 12.58 | 0.0019 |

Olabilirlik Oranı (LR) testinde, birim ve zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu, bir başka ifade ile iki yönlü modelin uygun olmadığı temel hipotezi sınanmaktadır. H0 reddi için birim veya zaman etkilerinde birisinin sıfıradan farklı olması yeterlidir. Tablodaki sonuçlara baktığımızda tüm modeller için H0 ret edilmelidir. Test sonuçlarına göre H0 hipotezi %5 anlam düzeyinde reddedilmiştir. Tablo 10'daki LR testinin sonuçlarına bakıldığında modelde birim etkinin olduğu ve modelin klasik modele uygun olmadığı görülmektedir.

Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleri arasında seçim yapabilmek için F testi de kullanılabilir. F testi de zaman ve birim etkinin varlığını test etmektedir (Tatoğlu, 2013: 184). Verinin birimlere göre farklılık göstermediği durumda klasik model uygulanabilir. H0 hipotezi klasik model doğrudur, şeklinde kurulmaktadır. Tablo 11'de F testi sonuçları görülmektedir.

Tablo 11: F Test istatistikleri sonuçları

| | F istatistiği | İstatistik değeri |
|----------|---------------|-------------------|
| Model 1 | 2.55 | 0.0008 |
| Model 2a | 2.02 | 0.0103 |
| Model 2b | 1.91 | 0.0169 |
| Model 2c | 2.25 | 0.0035 |
| Model 2d | 2.13 | 0.0063 |
| Model 2e | 2.13 | 0.0063 |
| Model 2f | 1.52 | 0.0869 |

Tablo 11'deki F testi sonuçlarına bakıldığında tüm modeller için olasılık değerleri hata payı 0.10'dan küçüktür. Bu nedenle H0 hipotezi reddedilir. Klasik model çalışmada uygulanmaya elverişli değildir.

LR testi ve F testi sonuçlarına göre kurulan modellerde zaman ve birim etki birlikte bulunmaktadır dolayısıyla çalışmanın klasik modele uygun olmadığı görülmektedir. Bundan

sonra Hausman (1978) testi de uygulanarak model belirlenecektir. Bu testte tesadüfi etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden sıfır hipotezi sabit etkili modelin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden alternatif hipoteze karşı sınanmaktadır. Tablo 12’de Hausman testi sonuçları görülmektedir.

Tablo 12: Hausman testi sonuçları

| | Ki kare değeri | P değeri |
|----------|-----------------------|-----------------|
| Model 1 | 8.78 | 0.0669 |
| Model 2a | 7.04 | 0.2180 |
| Model 2b | 9.89 | 0.0783 |
| Model 2c | 11.08 | 0.0499 |
| Model 2d | 9.96 | 0.0764 |
| Model 2e | 8.94 | 0.1114 |
| Model 2f | 7.06 | 0.2160 |

Hausman testinde sınanan hipotezler:

H0: tesadüfi etkiler modeli tercih edilmelidir.

H1: sabit etkilermodelin tercih edilmelidir.

Hausman test istatistiğine göre elde edilen olasılık değerleri %5’ten büyük olduğu için tesadüfi etkiler modelinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Hausman test sonuçlarına bakıldığında tesadüfi etkiler modelinin kullanılması daha uygun olduğu görülmektedir. Quah (1996) ve Barro (1996) çalışmalarında, uluslararası çalışmalarda tesadüfi etkiler modellerinin kullanılmasının daha iyi sonuçlar vereceğini belirtmektedirler. Analizler kapsamında yapılan testler de onları doğrular nitelikte çıkmıştır.

Heteroskedastite ve Otokorelasyonun Test Edilmesi: Panel veri analizinde hata teriminin temel varsayımları Heteroskedastite (Değişen varyans) ve otokorelasyon varsayımları ile incelenmektedir.

Panel veri analizinde birimler yer aldığı için birim içi otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sıklıkla görülmektedir. Bununla birlikte birim içi heteroskedasite çok önemli problem değil iken genelde birimlere göre heteroskedasite ile karşılaşmaktadır. Birim içi ve birimlere göre heteroskedasite ve dönemsel ve uzamsal korelasyonsuzluk varsayımlarından birisinden bile bir sapma olması durumunda tahminci etkin olmamaktadır (Tatoğlu, 2013, 222).

Heteroskedastite, sabit varyans varsayımının geçerliliği ile ilgilidir. Hata terimleri konvaryansların tüm kesitler için birbirinden ve sıfırdan farklı olduğunu belirtilmektedir. Otokorelasyonda ise birbirini izleyen hata terimi değerlerinin arasında anlamlı bir ilişki olduğu söylenmektedir. Birim değerlerinin birbirini etkilemesi diğer bir ifadeyle birim değerlerinin birbirinden bağımsız olmaması panel veri analizinde sistematik bir ilişkiye sebep olmaktadır. Bu durum da panel veri analizinde sapmalara ve tutarsızlıklara yol açabilmektedir (Ece ve Güner, 2018: 764).

Çalışmada, tesadüfi etkiler modeli için heteroskedastitenin varlığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi ile incelenmiş olup sonuçlar Tablo 13'te gösterilmektedir. Otokorelasyonun varlığı ise Baltagi ve Wu (1999) ve Durbin-Watson testleri ile incelenmiş ve sonuçları Tablo 14'te gösterilmiştir.

Tesadüfi etkiler modeli için heteroskedastite Levene, Brown ve Forsythe testiyle araştırılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 222). Tablo 13'te Levene, Brown ve Forsythe test istatistikleri sonuçları görülmektedir.

Tablo 13: Levene, Brown ve Forsythe'nin test istatistikleri sonuçları

| Test istatistikleri | F tablosu |
|----------------------------|-----------|
| W0 = 7.3660663 df(17, 288) | 0.0000 |
| W50 = 6.8379926df(17, 288) | 0.0000 |
| W10 = 7.2805984df(17, 288) | 0.0000 |

Levene, Brown ve Forsythe testinde sınanan hipotezler:

H0: birimlerin varyansları eşittir. H1: birimlerin varyansları farklılık göstermektedir.

Tablo 12'ye bakıldığında "birimlerin varyansları eşittir" şeklinde kurulan H0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir, bu sonuç heteroskedastitenin var olduğunu göstermektedir. Baltagi-Wu ve Durbin-Watson testiyle otokorelasyon testi yapılacaktır. Değerin 2'den küçük olması otokorelasyonun varlığını göstermektedir. Tablo 14'te Durbin- Watson ve Baltagi-Wu LBI değerleri 2'den küçük olduğu için birinci mertebeden otokorelasyon vardır.

Tablo 14: Baltagi-Wu ve Durbin-Watson test istatistikleri sonuçları

| | Model 1 | Model 2a | Model 2b | Model 2c | Model 2d | Model 2e | Model 2f |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Durbin-Watson | 1.8155 | 1.8190 | 1.8139 | 1.8150 | 1.8205 | 1.8211 | 1.8333 |
| Baltagi-Wu LBI | 1.8748 | 1.8809 | 1.8737 | 1.8741 | 1.8806 | 1.8811 | 1.8931 |

Test sonuçlarına göre modelde hem otokorelasyon hem de heteroskedasite olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Model, heteroskedasite ve otokorelasyon içeriyorsa dirençli standart hatalar elde edecek şekilde tekrardan tahmin yapılmalıdır (Tatoğlu, 2013: 241). Bu çerçevede oluşturulan model, Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tahmincisi ile yeniden tahmin edilmiştir.

Tablo 15: Arellano, Froot, Rogers dirençli tahmincileri ile modelin test edilmesi sonuçları

| Model | Değişken | Katsayı | Standart Hata | Z değeri | Olasılık değeri | Wald ki kare | P > ki kare | R kare within between overall |
|----------|----------|---------|---------------|------------|-----------------|--------------|-------------|-------------------------------|
| Model 1 | DYY | -.0208 | .0051 | (-4.09)*** | 0.000 | 21.34 | 0.0003 | 0.0460 0.4291 0.1121 |
| | HSPD | .0001 | .0001 | (2.59)* | 0.010 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.62)*** | 0.009 | | | |
| | CARI | -.0001 | .0001 | (-3.14)*** | 0.002 | | | |
| Model 2a | DYY | -.0257 | .0056 | (-4.54)*** | 0.000 | 22.28 | 0.0005 | 0.0483 0.6105 0.1421 |
| | HSPD | .0001 | .0001 | (2.77)*** | 0.006 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.61)*** | 0.009 | | | |
| | CARI | -.0004 | .0001 | (-2.78)*** | 0.005 | | | |
| | CC | .0036 | .0011 | (3.19)*** | 0.001 | | | |
| Model 2b | DYY | -.0238 | .0047 | (-5.02)*** | 0.000 | 26.54 | 0.0001 | 0.0483 0.6105 0.1421 |
| | HSPD | .0001 | .0002 | (2.28)** | 0.022 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.79)*** | 0.005 | | | |
| | CARI | -.0005 | .0002 | (-2.82)*** | 0.005 | | | |
| | GE | .0039 | .0012 | (3.29)*** | 0.001 | | | |
| Model 2c | DYY | -.0225 | .0051 | (-4.37)*** | 0.000 | 23.41 | 0.0003 | 0.0441 0.5494 0.1256 |
| | HSPD | .0001 | .0001 | (2.78)*** | 0.005 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.79)*** | 0.010 | | | |
| | CARI | -.0005 | .0001 | (-3.19)*** | 0.001 | | | |
| | PV | .0014 | .0009 | (1.60) | 0.110 | | | |

| | | | | | | | | |
|-------------|----------|--------|-------|------------|-------|-------|--------|----------------------------|
| Model 2d | DYY | -.0246 | .0056 | (-4.42)*** | 0.000 | 21.64 | 0.0006 | 0.0515 0.5526 0.1355 |
| | HSPD | .0001 | .0001 | (2.44)* | 0.015 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.78)*** | 0.005 | | | |
| | CARI | -.0004 | .0002 | (-2.79)*** | 0.005 | | | |
| | RQ | .0031 | .0011 | (2.75)*** | 0.006 | | | |
| Model 2e | DYY | -.0236 | .0047 | (-5.05)*** | 0.000 | 25.95 | 0.0001 | 0.0527 0.5268 0.1355 |
| | HSPD | .0001 | .0001 | (2.13)** | 0.033 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.70)*** | 0.007 | | | |
| | CARI | -.0004 | .0001 | (-2.51)* | 0.012 | | | |
| | RL | .0032 | .0011 | (2.89)*** | 0.004 | | | |
| Model 2f | DYY | -.0246 | .0044 | (-5.58)*** | 0.000 | 49.08 | 0.0000 | 0.0526 0.6996 0.1688 |
| | HSPD | .0002 | .0001 | (4.23)*** | 0.000 | | | |
| | HSGETIRI | .0001 | .0001 | (2.66)*** | 0.008 | | | |
| | CARI | -.0002 | .0001 | (-2.03)** | 0.042 | | | |
| | VA | .0045 | .0010 | (4.34)*** | 0.000 | | | |

(***) %1, (**) %5 ve (*) %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

4.6. Bulgular

Arellano, Froot ve Roger dirençli tahminciler ile Model 1'in test edilmesi sonucunda Tablo 15'e bakıldığında, UYP ile DYY ve UYP ile CARI arasında ($p < 0.05$) düzeyinde negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. HSGETIRI ile UYP arasında ($p < 0.05$) düzeyinde; HSPD ile UYP arasında ($p < 0.10$) düzeyinde pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir.

Model 2a, hipotez 1'i test etmek amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 1, yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e bakıldığında hipotez 1'in ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 1 kabul edilmektedir.

Model 2b, hipotez 2'yi test etmek amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 2, hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e bakıldığında Hipotez 2'nin ($p < 0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 2 kabul edilmektedir.

Model 2c, hipotez 3'ü test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 3, politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e

bakıldığında ($p>0.10$) olduğundan hipotez 3 desteklenmemiştir. Politik istikrar ve şiddetsizlik konusunda uluslararası portföy yatırımlarının anlamlı bir tepki vermediği görülmektedir.

Model 2d, Hipotez 4'ü test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 4, düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e bakıldığında hipotez 4'ün ($p<0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 4 kabul edilmektedir.

Model 2e, Hipotez 5'i test etmek için amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 5, hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e bakıldığında Hipotez 5'in ($p<0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmekte dolayısıyla hipotez 5 kabul edilmektedir.

Model 2f, Hipotez 6'yı test etmek amacıyla tasarlanmıştır. Hipotez 6, ifade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi olduğunu ileri sürmektedir. Tablo 15'e bakıldığında Hipotez 6'nın ($p<0.05$) düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla hipotez 6 kabul edilmektedir. Tablo 16'da hipotezlerin özet gösterimi verilmektedir.

Tablo 16: Hipotezlerin özet gösterimi

| Hipotezler: | Beklenen Etki | Bulunan Etki | Desteklenme Durumu |
|---|----------------------|---------------------|---------------------------|
| Hipotez 1: Yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır | + | + | Desteklendi |
| Hipotez 2: Hükümet etkinliğinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır | + | + | Desteklendi |
| Hipotez 3: Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır | + | / | Desteklenmedi |
| Hipotez 4: Düzenleyici kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + | + | Desteklendi |
| Hipotez 5: Hukukun üstünlüğünün uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + | + | Desteklendi |
| Hipotez 6: İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin uluslararası portföy yatırımları üzerinde pozitif etkisi vardır. | + | + | Desteklendi |
| Kontrol Değişkenleri | | | |
| Doğrudan yabancı yatırım. | - | - | Desteklendi |
| Hisse senedi piyasa değeri. | + | + | Desteklendi |
| Borsanın yıllık getiri oranı. | + | + | Desteklendi |
| Cari İşlemler Dengesi | - | - | Desteklendi |

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Küreselleşme süreciyle birlikte uluslararası sermaye hareketlerinin etkileri, yapıları ve süreçleri büyük ölçüde değişmiştir. Teknolojideki ilerlemeler, iletişim ve haberleşme imkânlarının artması, finansal araçların çeşitliliğinin artması, sermayenin önündeki engellerin kalkması ya da azalması gibi etkenlerle artık uluslararası sermaye bir nevi “ulusallaşmaya” başlamıştır.

Tasarruflarının yetersiz olmasından dolayı gerekli kalkınmayı sağlayamayan gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarını uluslararası portföy yatırımları ya da doğrudan yabancı yatırımlar ile finanse etmelerinin gerekliliği literatürde incelenmiştir. Portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelerin tasarruf eksikliklerini gidererek, büyümelerini sağladığı, ödemeler dengesinin iyileşmesine katkıda bulunduğu, yatırımları arttırdığı, etkin kaynak dağılımını sağladığından söz edilebilir.

Yukarıda da belirtilen nedenlerden dolayı uluslararası portföy yatırımları gelişmekte olan ülkeler için önemli bir ekonomik olgudur. Bu çalışmada, gelişmekte olan 18 ülke 2002-2018 yılları için panel veri analizi yöntemiyle yönetim kalitesinin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Panel veri analizi sonucunda kontrol değişkenleri olarak modelde yer alan DYY, cari işlemler dengesi, hisse senedi piyasa büyüklüğü ve borsa getirisinin uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkilerinin literatürdeki sonuçlarla uyumlu olduğu görülmüştür. Uluslararası portföy yatırımlarını en çok DYY’nin negatif etkilediği gözlemlenmiştir. DYY’dan sonra cari dengenin uluslararası portföy yatırımlarını negatif yönlü olarak etkilediği gözlemlenmiştir. Hisse senetlerinin piyasa büyüklüğü ve borsa getirisi ile uluslararası portföy yatırımları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Borsa getirisinin hisse senedi piyasası büyüklüğünden daha çok etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar literatürde daha önce yapılan; İMKB(1994), Clark ve Berko (1996), De Santis ve Lührmann (2006), Egly vd. (2010), Gümüş (2010), İskenderoğlu ve Karadeniz (2011), Gümüş vd. (2013), Bhatia ve Kishor (2015), Ahmad vd. (2015), Kutlu ve Emir (2015) Waqas vd. (2015), Koç ve Şenol (2017) çalışmalarıyla uyumludur.

Yönetişim kalitesi göstergesi olarak Dünya Bankası tarafından oluşturulan “dünya yönetim göstergeleri” kullanılmıştır. Yapılan analizlerde, yolsuzluğun kontrolü (CC), hükümet etkinliği (GE), düzenleyicilik kalitesi (RQ), hukukun üstünlüğü (RL) İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik (VA) değişkenlerinin UPY ile istatistiksel olarak anlamlı ve kuramsal beklentilere uygun katsayı işaretine sahip olduğu görülmüştür. Politik istikrar (PV) ile UPY arasında ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Analizler sonucunda ifade özgürlüğü ve hesap verebilirliğin en yüksek katsayıya sahip olduğu görülmüştür. Fikir hürriyeti, basının özgür olması, örgütlenme hakkının varlığı, siyasi katılım ve hesap verebilirlik uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirliği, hükümet etkinliği takip etmiştir.

Kamu hizmetlerinin kalitesinin yükselmesi, kamu hizmetlerinin siyasi baskılardan uzak sunulması, kamu politikalarının oluşturulması ve kamu hizmetlerinin sunulmasındaki etkinlik uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Le ve Zak (2006), Alfaro vd. (2006), Adesoye vd. (2012) belirttiği gibi, tutarlı ve etkin kamu politikaları uygulamaları uluslararası portföy yatırımcısını çekmede önemli bir faktördür.

Hükümet etkinliğinden sonra yolsuzluğun kontrolü gelmektedir. Kamu gücünün elitlerin çıkarı için kullanılmaması, şeffaf bir yönetim bürokratik sürecin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmektedir. İfade özgürlüğü ve hesap verebilirlik, kamu yöneticilerine hesap sormaya, sorumlukları konusunda baskı yapmayı da kapsamakta dolayısıyla yolsuzluğun kontrolünü de içinde barındırmaktadır. İki sonuç birlikte değerlendirildiğinde yolsuzluğun kontrolünün uluslararası portföy yatırımları için önemli olduğu görülmektedir. Le ve Rish (2006), Chipalkatti vd. (2007), Baek ve Yang'ın (2008), Adesoye vd. (2012) belirttiği gibi, şeffaflığın var olduğu, yolsuzluğun kontrol edildiği ülkeler uluslararası yatırımcı tarafından tercih edilmektedir.

Yolsuzluğun kontrolünü hukukun üstünlüğü takip etmektedir. Adli sistemin etkin ve tarafsız olması, mülkiyet haklarına saygı gösterilmesi, yargı bağımsızlığı gibi faktörlerin uluslararası portföy yatırımlarını olumlu etkilediği görülmektedir. Aggarwal ve arkadaşlarının (2005) ve Chan ve arkadaşlarının (2005) belirttiği gibi, mülkiyet haklarının güvence altında olduğu, etkin bir adalet sistemine sahip ülkeler yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Düzenleyici kalitesi sırasıyla portföy yatırımlarına etki eden diğer yönetim göstergesidir. Hükümetin gerek kamu kesimine gerekse özel kesime yönelik yaptığı düzenlemelerin kalitesi ve etkinliği, hükümetin kamu ve özel kesimi formüle etme yeteneği, sunulan teşvikler uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir. Quazi (2004), Aggarwal vd. (2005), Baek ve Yang (2008), Agyemang vd. (2016) belirttiği gibi vergi sistemini iyi olması, teşvikler, finansal özgürlükler, hükümet düzenleyici kalitesinin iyi olması uluslararası portföy yatırımcısını çekmede önemli bir faktördür.

Uluslararası portföy yatırımları ve yönetim kalitesi arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile ele aldığımız bu çalışmanın sonuçlarına göre yönetim kalitesinin artması uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen sonuçlar, uluslararası portföy yatırımcılarının yüksek düzeyde yatırımcı koruması olan ülkelere, dolayısıyla yönetim kalitesinin yüksek olduğu ülkelere yatırım yapmayı tercih ettiklerini belirten La Porta vd. (1997, 1998, 2000), Aggarwal vd. (2005), Li ve Filer (2007), Aggarwal vd. (2009), Leuz vd. (2009), Abdioglu vd. (2013) çalışmaları ile uyumludur.

Analizler sonucunda politik istikrar hariç yönetim göstergeleri kalitesinin yüksek olmasının uluslararası portföy yatırımlarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Politik istikrarın uluslararası portföy yatırımları üzerinde bir anlamlı bir etkisinin olmaması literatürdeki sonuçlar ile uyum değildir. Yatırımcılar yüksek kar elde etme dürtüsüyle hareket etmektedirler. Bu durumlarda bazen kar iştahı riskin önüne geçebilmektedir. Ayrıca portföy

yatırımları yapıları itibariyle hızlı hareket edebilmekte, meydana gelebilecek bir siyasi istikrarsızlık veya çatışma durumunda ülkeyi çok hızlı terk edebilmektedirler.



KAYNAKÇA

- Abdioglu, N., Khurshed, A. ve Stathopoulos, K. (2013). Foreign Institutional Investment: Is Governance Quality At Home Important? *Journal of International Money and Finance*. 32. (916–940).
- Adabag, M.C. ve Ornelas, J.R.H. (2004). Behavior and Effects of Foreign Investors on Istanbul Stock Exchange. *SSRN Working Paper Series*. No. 656442. (1-24). (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=656442 Erişim tarihi 10.08.2018).
- Adesoye, A. B., Maku, A. E. ve Atanda, A. A. (2012). Capital Flight and Investment Dynamics in Nigeria: A Time Series Analysis (1970–2006). *MPRA Paper No. 35836*. Retrieved from (<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/35836/> Erişim tarihi 10.02.2020).
- Agarwal, R.N. (1997). Foreign Portfolio Investment In Some Developing Countries: A Study of Determinants And Macroeconomic Impact. *Indian Economic Review*. 32(2). (217-229).
- Aggarwal, R., Klapper, L. ve Wysocki, P. D. (2005). Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. *Journal of Banking and Finance*. 29. (2919–2946).
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz R. ve Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices Between U.S. And Foreign Firms: Measurement, Causes, And Consequences. *Review of Financial Studies*. 22. (3131–3169).
- Aggarwal, R., Klapper, L., Erel, I., Ferreira, M. ve Matos, P. (2011). Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*. 100(1). (154-181).
- Agyemang, O. S., Fantini, G. ve Ansong, A. (2016). Unearthing the Integral Determinants of Foreign Ownership Prevalence of Companies in Africa: Role of Country-Level Governance. *Journal of African Business* 17(2). (225–253).
- Ahmad, F., Umar, D. M. ve Su-chang, Y. (2015). Determinants of Foreign Portfolio Inflows: Analysis and Implicationsfor China. *Asian Journal of Finance & Accounting*. 7(2). (66-76).
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Akışoğlu, B. (2013). *Portföy Yatırım İstatistiklerinin Derlenmesi ve Türkiye Uygulaması*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara
- Aksoy, E.E. (2014). *Uluslararası Portföy Yönetimi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. ve Volosovyc, V. (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*. 90(2). (347–368). (doi:10.1162/rest.90.2.347 erişim tarihi 16.03.2020).
- Altun, O. ve Mutan, O.C. (2007). *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi: Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Ampirik Çalışma*. Sermaye Piyasası Araştırma Raporu. Ankara.
- Alma, G.Ö. ve Vupa, Ö., (2008). Regresyon Analizinde Kullanılan En Küçük Kareler Ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi (E-Dergi)*. 3(2). (219-229).

- Arslan, S. ve Çiçek, M. (2017). Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi Özel Sayı*. (292-299).
- Artan, S., Hayaloğlu, P. ve Demirel, S. (2017). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kamu Kesimi Büyüklüğü, Kurumsal Kalite ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *İşletme Ve İktisat Çalışmaları Dergisi*. 5(3). (1-9).
- Asamoah, M.E., Adasi, C.K.D. ve Alhassan, A.L. (2016). Macroeconomic Uncertainty, Foreign Direct Investment And Institutional Quality: Evidence From Sub-Saharan Africa. *Economic System*. 40(4). (612–621).
- Aslan, N. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Assefa, T. A., Esqueda, O. A. ve Mollick, A. V. (2017). Stock Returns And Interest Rates Around The World: A Panel Data Approach. *Journal of Economics and Business*. 8. (20-35).
- Ayaydın, H., Hayaloğlu, P. ve Baltacı, N. (2013). Hisse Senedi Piyasasının Gelişmesinin Makroekonomik ve Kurumsal Belirleyicileri Üzerine Bir Araştırma: Panel Veri Analizi. *International Journal Of Social Science*. 6(4). (125-142).
- Aydemir, C ve Kaya, M. (2007). Küreselleşme Kavramı ve Ekonomik Yönü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 6 (20). (260-282).
- Babaoğlu, D. (2005). *Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye’ye İlişkin Bir Değerlendirme*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara.
- Baek, I.M. (2006). Portfolio Investment Flowsto Asia and Latin America: Pull, Pushor Market Sentiment. *Journal of Asian Economics*. 17 (2). (363-373).
- Baek, S. ve Yang, D. (2008). Empirics on Capital Flight. *Journal of Economic Literature*. (1-40) (<http://www.kmfa.or.kr/paper/econo/2008/4.pdf>)
- Baer, W. ve Hargis, K. (1997). Forms of External Capital and Economic Development in Latin America: 1820-1997. *World Development*. 25(11). (1805-1820).
- Bakardzhieva, D., Naceur, B.S ve Kamar, B. (2010). The Impact Of CapitalAnd Foreign Exchange Flows On The Competitiveness Of Developing Countries. *IMF Working Paper WP/10/154*.
- Barışık, S. ve Açıkgöz, E. (2007). Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz ilişkisi: 1992-2005 Dönemi VAR Analizi. *TiSK Akademi Dergisi*. 2(3). (198-210).
- Başoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balikesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 3(4). (88-99).
- Bayar, F. (2008). Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*. XXXII. (25-34).
- Bayramoğlu, S. (2002). Küreselleşmenin Yeni Siyasal İktidar Modeli: Yönetişim. *Praksis Dergisi*. 7. (85-116).

- Bayramoğlu, S. (2004). *Yönetişim ve Demokrasi İlişkinde Siyasal İktidar Sorunu: Türkiye’de Bağımsız Düzenleyici Kurumlar* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Bekaert, G. ve Harvey, C. R. (1998). Capital Flows and The Behavior of Emerging Market Equity Returns. *NBER Working Series*. Working Paper No. 6669. (<https://www.nber.org/papers/w6669.pdf> Erişim tarihi 10.11.2018).
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: İTO Yayınları. No: 1998-58.
- Bhatia, A., ve Kishor, N. (2015). Linkages of Foreign Portfolio Investments And Stock Market Indices: Evidence from BRICS Nations. *Journal of Poverty, Investment and Development*. 19(1). (1-21).
- Bıçer, G. ve Yeldan, E. (2002). Patterns Of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy. *Working Paper presented at the International METU Conference on Economics VI*. September 2002, Ankara, Turkey. (http://repository.bilkent.edu.tr/bitstream/handle/11693/24553/Patterns_of_financial_capital_flows_and_accumulation_in_the_post_1990_turkish_economy.pdf?sequence=4&isAllowed=y Erişim tarihi 11.02.2019).
- Boğa, S. (2017). Finansal Kırılganlıklar ve Uluslararası Sermaye Hareketleri: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Analiz. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 9(16). (1-17).
- Boratav, K. (2001). 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. 186. (7-18).
- Brown, J. (2002). Yönetişim ya da Neo-Liberalizmin Siyasi Düzeni. (Çev. Tuvana Gülcan). *Birikim Dergisi*. 158. (36-43).
- Chan, K., Covrig, V., ve Ng, L., (2005). What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide. *Journal of Finance*. 60(3). (1495-1534).
- Calvo, G. A., Leiderman, L. ve Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in The 1990’s. *Journal of Economic Perspectives*. 10(2). (123-139).
- Calvo, G. A. (1996). *The Perils of Sterilization*. IMF Staff Papers. 38(4).
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital Market Crises, The Simple Economics of Sudden Stop. *Journal of Applied Economics*. 1(1). (35-54).
- Causevic, F. (2003). Financial Liberalisation and Globalisation Impact and Effects in South-East European, Centre for the Study of Global Governance. *Discussion Paper*. 23. (1-33). (http://eprints.lse.ac.uk/23450/1/DP23_FinancialLiberalisationAndGlobalisation.pdf Erişim tarihi 07.08.2017).
- Celasun, O., Denizler, C. ve He, D. (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management And The Financial System: The Turkish Case. 1989-97. *The World Bank, Working Paper No. 2141*.

- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları. *International Journal of Economic & Administrative Studies*. 8(15). (327-344).
- Chipalkatti, N., Le, Q. V. ve Rishi, M. (2007). Portfolio Flows to Emerging Capital Markets: Do Corporate Transparency and Public Governance Matter? *Business and Society Review*. 112(2). (227-249).
- Clark, J. ve Berko, E. (1996). Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico. *Federal Reserve Bank of New York*. Research Paper No:9635.
- Çevik, N.K.ve Eraslan, M. (2019).Yönetişim Kalitesi ve Ekonomik Performans: BRICS-T Ülkelerinden Ampirik Bulgular. *International Congress Of Management Economy And Policy 2019 Autumn Proceedings Book* (185-199).
- Çilingirtürk, A. ve Çetiner, E.G. (2018). Gelişmekte Olan Piyasalarda Döviz Kuru-Portföy Yatırımları İlişkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Örneği. *Social Mentality And researcher Thinkers Journal*. 4. (65-75).
- Çöldemli, F. (2015). Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları İle Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: 2003-2013 *Electronic Journal Of Vocational Colleges*. 5(5). (59-64).
- Çukurçayır, M. A. ve E. B Sipahi. (2003). Yönetişim Yaklaşımı ve Kamu Yönetiminde Kalite. *Sayıştay Dergisi*. 50(51). (35-66).
- Daniele, V. ve Ugo, M. (2006). Do Institutions Matter for FDI? A Comparative Analysis for the MENA Countries. *MPRA Paper No. 2426*. (1-28).
- Delice, G. (2000). Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. 55 (1). (53-77).
- De Santis, R. ve Lührmann, M. (2006) *ECB Working Paper on the Determinants of External Balances and Net International Portfolio Flows*. No.651.
- De Santis, R. ve Lührmann, M. (2009). On The Determinants of Net International Portfolio Flows: A Global Perspective, *Journal of International Money and Finance*. (28). (880 – 901).
- Demirtaş, G. ve Akçay, S. (2006). Kurumsal Faktörlerin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Kanıt. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 8(2). (15-33).
- Doğru, M.E., Coşkun, N. ve Değirmen, S. (2017). Mckinnon ve Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması. Selçuk Koç ve Sema Yılmaz (Ed.). *Dünden Bugüne Ekonomi Yazıları*. (269-289). Kocaeli: Küv Yayınları.
- Durusoy, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*. 18. (15-25).
- DPT. (2000). 8. Kalkınma Programı (2000-2007). *Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu*. Ankara.
- DPT. (2007). 9. Kalkınma Programı (2007-2013). *Özel İhtisas Komisyonu Raporu (Kamuda İyi Yönetişim)*. Ankara.

- Ece, O. ve Güner, M. (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamaları İle Firma Piyasa Performansı ve Firma Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Analizi: BİST’da Bir Uygulama. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*. 22(3). (745-782).
- Egly, P. V., Johnk, D. W. ve Liston, D. P. (2010). Foreign Portfolio Investment Inflowsto the United States: The Impact of Investor Risk Aversionand US Stock Market Performance. *Norht American Journal of Finance and Banking Research*. 4(4). (25-41).
- Erdoğan, S. (2008). *Anavatan Partisinin Siyasal Dönüşümü* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Emir, M. ve Kutlu, M. (2015). Causality Between Forgein Direct Investment And Portfolio Investment Volatiltly. *Uluslararası İktisadi Ve İdari İncelemeler Dergisi*. (15). (269-278).
- Eser, K. (1993). Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 10(4). (83-100).
- Esen, O. (1998). Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 9(30). (59-70).
- Fayissa, B., ve Nsiah, C. (2013). The Impact of Governance on Economic Growth in Africa. *The Journal of Developing Areas*. 47(1). (91-108).
- Fernandez-Arias, E. ve Montiel, P. J. (1996). Thesurge In Capital In Flows To Developing Countries: An Analytical overview. *The World Bank Economic Review*. 10(1). (51-77).
- Ferreira, M. A. ve Matos, P. (2008). The Colors of Investors Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*. 88 (3). (499-533).
- Firidin, E. ve Uzun, A. (2018). İyi Yönetişim İlklerinden Katılımın Uygulanması Hususunda Teorik Bir Değerlendirme. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*. 8. (180-197).
- Galindo, A., Micco, A. ve Ordonez, G. (2002). Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence. *Inter American Development Bank* (http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/financial_liberalization_version23.pdf. Erişim tarihi 03.08.2017)
- Gani, A. (2007). Governance And Foreign Direct Investment Links Evidence From Panel Data Estimations. *Appl Econ Lett*. 14. (753-756).
- Garg, R. ve Dua, P. (2014). Foreign Portfolio Investment Flowsto India. *World Development*. (16-28).
- Gelos, R.G., ve Wei, S.-J. (2005). Transparency and International Portfolio Holdings. *The Journal of Finance*. 60(6). (2987-3020).
- Genç, E. (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.
- Güler, B. A. (2003). Yönetişim: Tüm İktidar Sermayeye. *Praksis*. 9. (93-116).
- Gümüş, G. K. (2010). Menkul Kıymet Piyasalarında Yabancı Yatırımcıların Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği. *İMKB Dergisi*. 11(44). (61-96).

- Gümüş, G. K., Duru, A. ve Güngör, B. (2013). The Relationship Between Foreign Portfolio Investment and Macroeconomic Variables. *European Scientific Journal*. 9(34). (209-226).
- Gündoğan, E. (2013). Yönetişim: Kavram, Kuram ve Boyutları. Mehmet A. Çukurçayır ve Tuğba Eroğlu (Ed.). *Yönetişim: Kavram, Kuram ve Boyutları* içinde (13-56). Konya: Çizgi Yayınevi.
- Güney, T. (2015). Yönetişim ve Sürdürülebilir Kalkınma: OECD Panel Veri Örneği. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 29(2). (349-363).
- Güzelsarı, S. (2003). Neo-liberal Politikalar ve Yönetişim Modeli. *Amme İdaresi Dergisi*. 36(2). (17-34).
- Güzelsarı, S. (2004). *Kamu Yönetimi Disiplininde Yeni Kamu İşletmeciliği Ve Yönetişim Yaklaşımları*. AÜ SBF, GETA Tartışma Metinleri Serisi. (1-26). (<http://yonetimbilimi.politics.ankara.edu.tr/files/2013/09/selime.doc> Erişim tarihi 14.11.2018).
- <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Doviz+Kurlari/Rel+Efektif+Doviz+Kuruu> (Erişim tarihi 11.04.2020).
- http://www.mfa.gov.tr/dunya-surdurulebilir-kalkinma-zirvesi_johannesburg_-26-agustos---4-eylul-2002_.tr.mfa (Erişim tarihi 22.03.2020).
- <https://sozluk.gov.tr/> (Erişim tarihi 14.11.2018).
- <https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents> (Erişim tarihi 16.10.2018).
- İMKB. (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. İMKB Yayın No:3. İstanbul.
- İskenderoğlu, Ö. ve Karadeniz, E. (2011). İMKB 100 Endeksi Getirisi ile Yabancı Portföy Yatırımları Arasındaki İlişkinin Analizi. *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 8(1). (123-134).
- IMF. (1999). *World Economics Outlook*. Washington D.C.
- IMF. (2002). *World Economics Outlook*. Washington D.C.
- IMF. (2009). *Balance of Payments and International Investment Position Manual*. (Sixth Edition) BPM6. Washington D.C.
- IMF. (2012). *Balance of Payments Manual*. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf> Erişim tarihi 23.08.2018).
- IMF. (2012). *World Economic Outlook Database April*. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx> Erişim tarihi 23.08.2018)
- Jongwanich, J. ve Kohpaiboonb, A. (2013). Capital Flows And Real Exchange Rates In Emerging Asian Countries. *Journal of Asian Economics*. (138-146).
- Jessop, B. (1998). The Rise of Governance and the Risks of Failure: The Case of Economic Development. *International Social Science Journal*. 155. (29-46).

- Kaplan, C. (1999). *Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No: 9910.
- Kar, M. ve Kara, M. A. (2003). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *Dış Ticaret Dergisi*. 29. (46-80).
- Kar, M. ve Kara, M. A. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 10(14). (436-458).
- Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2007). *Worldwide Governance Indicators Project: Answering The Critics*. World Bank Policy Research Working Paper. (4149).
- Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2009). *Governance Matters Viii: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008*. World Bank Policy Research Working Paper (4978).
- Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2010). Response To 'What Do The Worldwide Governance Indicators Measure & Quest.' *European Journal of Development Research*. 22(1). (55-58).
- Kaufmann, D., Kraay, A. ve Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *Hague Journal on the Rule of Law*. 3(2). (220-246).
- Kaya, E. (2015). Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 29(4). (611 -621).
- Keskin, N. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*. 45(526). (309-318).
- Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir
- Kiely, R. (1998). Neo-Liberalism Revised? A Critical Account of World Bank Concept of Good Governance and Market Friendly Intervention. *Capital and Class*. 64. (63-88).
- Klicksberg, B. (1993). Reshaping the State for Socio-Economic Development and Change: A Strategic Agenda For Discussion. *Redesigning the State Profile For Social and Economic Development Change*. Toluca. (35-66).
- Koçel, T. (2010). *İşletme Yöneticiliği*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Korap, L. (2010). Identification of "Pull" & "Push" factors for The Portfolio Flows: Svar Evidence from The Turkish Economy. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 11(2). (223-232).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*. 52 (3). (1131-1150).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 106 (6). (1113-1155).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., ve Vishny, R.W., 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*. 55 (1). (1-33).

- Lay, L. ve Jayasinghe, W. (2007). Role Of In Ward Foreign Portfolio Investment In Transition Of Singapore To A Hing Income Economy: First 25 Years. *The Icfai Journal Of International Business*. 2(4). (1-18).
- Le, Z. (2006). Corruption And Capital Flight: An Empirical Assessment. *International Economic Journal*. 20(1). (532-540).
- Leuz, C., Lins, K. V. and Warnock, F. E. (2009). Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? *Review of Financial Studies*. 22(8). (3245-3285).
- Le, Q. ve Meenakshi, R. (2006). Corruption and Capital Flight: An Empirical Assessment. *International Economic Journal*. 20. (523-540).
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P. K. ve Zein, J. (2006). When Financial Institutions are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments. *Journal of Finance*. 61(6). (2975-3007).
- Li, S., ve Filer, L. (2007). The Effects of the Governance Environment on the Choice of Investment Mode and the Strategic Implications. *Journal of World Business*. 42(1). (80–98).
- Lucke N, ve Eichler, S. (2016) Foreign Direct İvestment: The Role Of İnstitutional And Cultural Determinants. *Appl Econ*. 48(11). (935–956).
- Lukauskas, A. ve Minushkin, S. (2000). Explaining Styles of Financial Market Opening in Chile, Mexico, South Korea, and Turkey. *International Studies Quarterly*. 44. (695-723).
- Maliye Bakanlığı, Avrupa Dış İlişkiler Daire Başkanlığı. (2003). *İyi Yönetişimin Temel Unsurları*. Ankara. (<http://www.maliye.gov.tr/s%20ayfalar/iyiyonetisim.aspx> Erişim tarihi 21.4.2018).
- Mangır, F. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *S.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 16. (459-473).
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington D.C.
- Mishkin, F. S. (2006). *The Next Globalization*, Princeton: Prenceton University Press
- Miguel, P.C. (2008). Portfolio Management And New Product Development İmplementation: A Case Study İn A Manufacturing firm. *International Journal of Quality & Reliability Management*. 25(1). (10–23).
- Obstfeld, M. (2008). International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? *CGD Working Paper*. No: 34. (1-52).
- Odongo K. ve Ojah, K. (2012). The Dynamic Relation Between Foreign Exchange Rates And İnternational Portfolio Flows: Evidence From Africa's Capital Markets. *International Review of Economics & Finance*. 24(C). (71-87).
- Okçu, M. (2012). Değişen Dünyayı Anlamak İçin Önemli Bir Kavram: Yönetişim. Ed: Fatma N. Genç. *Yönetişim ve Yönetim Ekseninde Kamu Yönetimi* içinde (9-29). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Ouedraogo, R. (2017). Portfolio Inflowsand Real Effective Exchange Rates: Does the Sectorization Matter? *IMF Working Peaper*.

- Quazi, R. M. (2004). Foreign Aid and Capital Flight in Bangladesh. *Journal of Asia Pacific Economy*. 9(3). (370-393).
- Özer, M. A. (2006). Yönetişim Üzerine Notlar. *Sayıştay Dergisi*. 63. (59-89).
- Öztekin, D. ve Erataş, F. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 2(2). (57-64).
- Öztürk, N. K. (2002). Bürokratik Devletten Etkin Yönetime Geçiş: İyi Yönetişim. *Türk İdare Dergisi*. 437. (27-38). (www.tid.gov.tr).
- Öztürk, N. (2007). Küreselleşme Üzerine Notlar. Ed. Oğuz Kaymakçı. *Finansal Küreselleşme ve Küresel Sermaye Akımları* içinde (251-288). Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Pala, A. ve Orgun, B.O. (2015). The Effect of Macro Economic Variables on Foreign Portfolio Investment: An Implication for Turkey. *Journal of Business, Economics & Finance*. 4(1). (108-126).
- Pazarlıoğlu, M.V. ve Gülay, E. (2007). Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9 (2). (201-221).
- Pehlivanoğlu, F. ve Alabaş, M.(2017).Kurumların İnsani Gelişme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği (1996-2014). *Kastamonu Üniversitesi İİBF Dergisi*. 17(3). (35-53).
- Peker, A.P. (1996). Dünya Bankası: Kalkınmacılıktan 'İyi Yönetim' Söylemine. *Toplum ve Bilim*. 69. (6-61).
- Peres, M., Ameer, W. ve Xu, H. (2018). The Impact Of Institutional Quality On Foreign Direct Investment Inflows: Evidence For Developed And Developing Countries. *Econ Res*. 31(1). (626-644).
- Rhodes, R.A.W. (1996). The New Governance: Governing Without Government. *Political Studies*. (652-667).
- Sabir, S., Rafique, A. ve Abbas, K. (2019). Institutions and FDI: Evidence From Developed And Developing Countries. *Finance Innov*. 5(8). (1-20).
- Sarıca, A. ve Eryiğit, B.H. (2018). IMF, Dünya Bankası, OECD'nin Yönetişim Yaklaşımı ve Küreselleşme. *Marmara Üniversitesi Siyasal Bilimler Dergisi*. 6(1). (61-73).
- Sarılı, S. (2018). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi*. (Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Seyrek, İ. (2002). Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi. *Gazi Üniversitesi İİBF Özel Sayısı*. (167-187).
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası Finans*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.

- Singh, A. (2002). *ESRC Centre For Business Research. University of Cambridge WorkingPaper*. No:245. (http://www.networkideas.org/feathm/dec2002/Ajit_Singh_Paper.pdf Erişim tarihi 11.11.2018).
- Slesman, LY., Baharumshah, A., Wohar, Z. ve Mark, E. (2015). Capital In flows And Economic Growth: Does The Role Of Institutions Matter? *International Journal of Finance & Economics*. (253-275).
- Smouts, M.C. (1998). The Proper Use Of Governance in İnternational Relatios. *International Social Science Journal*. 50(155). (81-89).
- Sobacı, M. Z. (2007). Yönetişim Kavramı Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Değerlendirmeler. *Yönetim Bilimleri Dergisi*. 5(1). (195-208).
- Soyupek, Y. (2012). Avrupa Birliği’nde Karar Verme Mekanizmasının İşleyişi. Özgür Önder Ve Fatih Kırışık (Ed.) *Kamu Yönetimi ve Siyaset Biliminde Karar Verme* (557-581). Ankara: Orion.
- Soyupek, Y. (2018). Eğitim, Sağlık, Ekonomi Ve Bireysel Özgürlüklerin Yönetişime Etkisi. *Yönetim ve Ekonomi*. 25(1). (291-308).
- Sönmez, S. (2003). Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü? *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 14(49). (210–215).
- Stein, E., ve Daude, C. (2001). *Institutions, Integration, and the Location of Foreign Direct Investment*. Washington, DC, United States: Inter-American Development Bank.
- Stoker, G.(1998). Governance As Theory: Five Positions. *International Sociel Science Journal*. 50(1). (17-29).
- Süslü, B., Coşkun, B. ve Pank, Ç. (2019). Türkiye İçin İyi Yönetişim ve Toplumsal Refah İlişkisi Üzerine Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 33(1). (219-241).
- Şaylan, G. (1995). Değişim ve Yolsuzluk. *Amme İdaresi Dergisi*. 28(3). (3-18).
- Şaylan, G. (2000). Kamu Yönetimi Disiplininde Bunalım ve Yeni Açılımlar Üzerine Düşünceler. *Amme İdaresi Dergisi*. 33 (2). (1-22).
- Şenol, Z. ve Koç, S. (2018). Yabancı Portföy Yatırımları, Borsa ve Makroekonomik Değişkenler Arası İlişkilerin Var Yöntemiyle Analizi: Türkiye Örneği. *Uluslararası İktisadi Ve İdari İncelemeler Dergisi*. 21. (1-20).
- Taşcier, A. (2018). Neoliberalizmde Merkezileşme-Yerelleşme Gerilimi: İl Özel İdareleri, Yikob Örnekleri ve Yerelde Merkezileşme. *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 5 (14). (650-662).
- Tatoğlu, Y. F. (2013). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*. Beta Basım Yayım Dağıtım: İstanbul.
- Tatoğlu, Y. F. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*. Beta Basım Yayım Dağıtım: İstanbul.
- Taylor, M.P. ve Sarno, L. (1996). Capital Flowsto Developing Countries: Long- andShort- Term Determinants. *World Bank Economic Review*. 11. (451-471).
- Toksöz, F. (2008). *İyi Yönetişim El Kitabı*. İstanbul: TESEV Yayınları.

- Topal, A. (2002). Küreselleşme Sürecindeki Türkiye'yi Anlamaya Yarayan Bir Anahtar: Yeni Sağ. *Praksis*. 7. (63-85).
- Toprak, Z. (2013). Yönetişim: Kavram, Kuram ve Boyutları. Mehmet A. Çukurçayır ve Tuğba Eroğlu (Ed). *E-yönetişim & E-yönetim* içinde (72-106). Konya: Çizgi yayınevi.
- TCMB. (2013). *Yönetişim*. Ankara.
- TCMB. (2014). *Finansal İstikrar*. Ankara.
- TCMB. (2015). *Tasarruf/Yatırım Dinamikleri ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri*. Ankara.
- TCMB. (2018). *Uluslararası Yatırım Pozisyonu İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama*. Ankara.
- Türkmenoğlu, M. (2012). *Sermaye Hareketleri ve İktisadi Büyüme* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yüzüncü yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Van.
- Uçkan, Ö. (2013). Yönetişim: Kavram, Kuram ve Boyutları. Mehmet A. Çukurçayır ve Tuğba Eroğlu (Ed). *Politika Yapım Süreci ve Yönetişim: Türkiye'de Bilgi Toplumu ve Bilgi Ekonomisi Politikalarının Üretiminde Yönetişim Fobisi* içinde (107-149). Konya: Çizgi yayınevi.
- UNCTAD. (1999). *Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)*. (<https://unctad.org/en/Docs/pogdsdfsbd5.pdf> Erişim tarihi 23.03.2020).
- UNDP. (1997). *Reconceptualising Governance Discussion*. Newyork.
- UNDP. (1997). *Governance for Sustainable Human Development*. Newyork.
- UNDP. (1997). *Management Development and Governance Division of the Bureau for Policy and Programme Support*. New York.
- Vergil, H. ve Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Akademik Bakış*. 10 (4). (1207-1216).
- Vural, Ö ve Alma, Ö.G. (2008). Doğrusal Regresyon Çözümlemesinde Çoklu Bağlantı Probleminin Sapan Değer İçeren Küçük Örneklerde Bir Simülasyon Çalışması İle Saptanması Ve Sonuçları. *Selçuk Üniversitesi Fen Fakültesi Fen Dergisi* 32. (42-52).
- Yalçın, K. (2012). *Uluslararası Finansman*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yang, H., Xiong, Y. ve Ze, Y. (2013). A Comparative Study of Determinants of International Capital Flowsto Asian and Latin American Emerging Countries. *Procedia Computer Science*. (1258 - 1265).
- Yapraklı, S.(2008). Kurumsal Yapının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Üst Orta Gelir Düzeyindeki Ülkeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*. 8 (1). (301-317).
- Yeldan, E. (2003). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeleri. *Praksis Dergisi*. (1-14).
- Yeldan, E. (1996). *Az Gelişmiş Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler*. Bilkent Üniversitesi. Teksir.

- Yentürk, N. (1997). Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 8(27). (136-138).
- Yıldırım, A. ve Gökalp, M.F. (2016). Institutions And Economic Performance: A Review On The Developing Countries. *Procedia Economics And Finance*. 38. (347-359).
- Yıldız, A. (2012). Yabancı Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*. 26(1). (23-37).
- Yılmaz, V. ve Tuncay, M. (2012). Finansal Liberalizasyonun Tasarruf ve Yatırım Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi, İİBF Dergisi*. 26(34). (345-363).
- Yüksel, M. (2000). Yönetişim Kavramı Üzerine. *Ankara Barosu Dergisi*. 58(3). (145-159).
- Zabcı, F. Ç. (2002). Dünya Bankasının Küresel Pazar İçin Yeni Stratejisi: Yönetişim. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. 57 (3). (151-180).
- Waqas, Y. Hashmi, S. H. ve Nazir, M. (2015). Macroeconomic Factors And Foreign Portfolio Investment Volatility: A case of South Asian countries. *Future Business Journal* 1. (65-74).
- Weller, C. E. ve Singleton, L. (2004). Political Freedom, External Liberalization and Financial Stability. International. *Review of Applied Economics*. 18. (43-61).
- Wildmann, C. (2010). What Drives Portfolio Investments of German Banks in Emerging Capital Markets? *Deutsche Bundesbank Discussion Paper. No. 04/2010*. (1-34).
- Williams, D. ve Young, T. (1994). Governance, the World Bank and Liberal Theory. *Political Studies*. XLII. (84-100).
- World Bank. (1989). *Sub-Saharan Africa-From Crisis To Sustainable Growth: A Long Term Perspective Study*. Washington D.C.
- World Bank. (1991). *Managing Development: The Governance Dimension*, Washington D.C.
- World Bank. (1992). *Governance and Development*. Washington, D.C.
- World Bank. (1993). *Governance: The World Bank's Experience*. Washington D.C.
- World Bank. (1994). *Governance: The World's Bank's Experience*. Washington D.C.
- World Bank. (1997). *World Development Report: The State in a Changing World*. Washington D.C.
- World Bank. (2000). *Private Capital Flows in Historical Perspective, Global Development of Finance*. Washington D.C.

ÖZGEÇMİŞ

Eyyüp Kaya Kasım 1989 yılında Şanlıurfa’da doğmuştur. 2009 yılında Kütahya Kılıçarslan Anadolu Lisesi’ni bitirmiş aynı yıl başladığı Marmara Üniversitesi maliye bölümünden Şubat 2014 tarihinde mezun olmuştur. Şubat 2017 yılında ise Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme tezli yüksek lisans programına başlamıştır. Yalova vergi dairesinde gelir uzman yardımcısı olarak çalışmaktadır.

